Econ. Money. K
3 1761 09938524 7
LIBRARY
NOV 7 1904
UNIVERSITY OF TORONTO

# Das Reportgeschäft

## und seine volkswirtschaftliche Bedeutung.

Inaugural-Dissertation

zur

Erlangung der Doktorwürde

der

hohen philosophischen Fakultät

der

Friedrich-Alexander-Universität Erlangen

vorgelegt von

Joseph Kampers

aus Gelsenkirchen.

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juli 1902.

Münster i. W.
Buchdruckerei G. A. Hülswitt.
1903.

100

# Das Reportgeschäft

## und seine volkswirtschaftliche Bedeutung.

---

## Inaugural-Dissertation

zur

**Erlangung der Doktorwürde**

der

hohen philosophischen Fakultät

der

**Friedrich-Alexander-Universität Erlangen**

vorgelegt von

**Joseph Kampers**

aus **Gelsenkirchen.**

---

Tag der mündlichen Prüfung: 22. Juli 1902.

---

**Münster i. W.**
Buchdruckerei G. A. Hülswitt.
1903.

# Inhaltsverzeichnis.


| | | Seite |
|---|---|---|
| § 1. | Einleitung . . . . . | 1 |
| § 2. | Geschichte des Reportgeschäftes . . . . | 4 |
| § 3. | Die Technik des Reportgeschäftes . . . | 10 |
| § 4. | Das Reportgeschäft an den größeren nichtdeutschen Börsen . . . . . | 19 |
| § 5. | Statik und Dynamik der Reportsätze . . | 22 |
| § 6. | Das Wesen der Reportsätze . . . . | 29 |
| § 7. | Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Reportgeschäftes . . . . . | 38 |
| § 8. | Das Reportgeschäft der großen Effektenbanken . . . . . | 48 |
| § 9. | Die volkswirtschaftliche Natur des Reportgeschäftes . . . . . | 55 |
| § 10. | Die wesentlichen Merkmale des Reportgeschäftes . . . . . | 62 |
| § 11. | Reportgeschäft und Krisis . . . . | 65 |

## § 1. Einleitung.

Eines der wichtigsten Organe der modernen Volkswirtschaft ist ohne Zweifel die Börse. Sie ist ein Produkt der großen kapitalistischen Bewegung unserer Zeit. An der Börse strömen fortwährend gewaltige Kapitalien zusammen, um sich befruchtend in die einzelnen Teile des volkswirtschaftlichen Organismus zu ergießen. Handel, Industrie und Landwirtschaft empfangen von hier alljährlich große Summen und werden dadurch in den Stand gesetzt, mit der gesammten Entwickelung unserer Zeit fortzuschreiten. Hier macht ferner der Staat seine Anleihen, durch die ihm die Erfüllung großer Aufgaben auf socialem, politischem und wirtschaftlichem Gebiete ermöglicht wird.

Um diese staunenerregende Tätigkeit entwickeln zu können, genügten für die Börse nicht mehr die althergebrachten Formen der Kreditgewährung. Nur durch die Ausbildung des Verkehrs mit zinstragenden Wertpapieren, Effekten (Obligationen und Aktien) hat sich die Fondsbörse zu der hohen Bedeutung, die sie für das moderne Wirtschaftsleben besitzt, erheben können. Die gewaltigen Massen mobilen Kapitals, die sich im Laufe der Zeit bei fast allen zivilisierten Nationen angesammelt und seit dem Beginne des 19. Jahrhunderts vorzugsweise in die Effekten hineingesteckt haben, verleihen dem Effektenhandel und der Effektenbörse eine Bedeutung sondergleichen und bewirken Umsätze von einem Umfange, wie sie kein anderer Markt aufzuweisen hat. (Sattler: Die Effektenbanken). Mit Hülfe von Aktien und Obligationen ist es der Börse gelungen, enorme Kapitalien aus dem besitzenden Publikum zu ziehen — denn die börsengängigen Wertpapiere erfreuen sich einer großen Beliebtheit und sind zur Kapitalanlage gesucht. „Fragt man gegenwärtig hundert Deutsche, die überhaupt von Vermögen, welches nicht unmittelbar in ihrem Betriebe verwendet wird,

eine Rente beziehen, wie sie denn ihren Besitz veranlagt haben, so wird man Folgendes finden: Nur die mindest Bemittelten, wie Krämer, kleine Bauern, Handwerker und Gesinde, Vorarbeiter und Unterbeamte, welche einige Hunderte oder Tausende erspart oder ererbt haben, lassen all ihren Besitz als Guthaben bei Sparbanken oder Kreditgenossenschaften stehen, während die Mehrzahl der wohlhabenderen Privatleute nur einen mehr oder weniger kleinen Bruchteil ihres Vermögens einer Bankanstalt in laufender Rechnung oder als verzinsliche Baareinlage überweisen, die Masse ihres Vermögens dagegen — abgesehen von Hypotheken-Darlehen, Häuserbesitz, Kommanditbeteiligungen usw. — meistens in deutschen oder ausländischen Wertpapieren zu veranlagen pflegen." (Walter Lotz: Die Technik des deutschen Emissionsgeschäftes).

Der Besitz von börsengängigen Wertpapieren bietet dem Besitzer den nicht zu unterschätzenden Vorteil, daß er sie jederzeit an der Börse veräußern kann und ihm dadurch jederzeit Gelegenheit geboten ist, einen mehr oder weniger großen Teil seines Vermögens „flüssig zu machen".

So sehen wir durch Kauf und Verkauf von Wertpapieren große Kapitalien vom Publikum zur Börse und wieder von der Börse zum Privatpublikum fließen. Der Kapitalist kommt heute immer häufiger mit der Börse in Berührung, und es stellt sich für ihn nothwendiger Weise das Bedürfnis ein, sich mit dem börsenmäßigen Verkehr in Wertpapieren vertraut zu machen und Einsicht zu erlangen in die Einrichtungen und Geschäfte der Börse.

Bei dem großartigen Umfange des heutigen Börsenverkehrs ist die Technik desselben indessen so kompliziert, daß es schon für einen Fachmann schwierig ist, einen Ueberblick über alle Einzelheiten zu bekommen; wie viel mehr erst für denjenigen, der nur hin und wieder durch die Art seiner Vermögensanlage gezwungen ist, ein Effektengeschäft abzuschließen. Ueber das Kassageschäft und das einfachste Termin-

geschäft reichen seine Kenntnisse in der Regel nicht hinaus. So kommt es denn auch, daß über die gewöhnlichsten, alltäglich an der Börse wiederkehrenden Erscheinungen im gewöhnlichen Leben die irrigsten und widersprechendsten Ansichten verbreitet sind, die dann auch die Grundlage für die Beurteilung der Börse und ihrer Verhältnisse bilden und dadurch auch nicht selten auf den Gesetzgeber sich übertragen, so daß dergleichen falsche Ansichten gesetzliche Maßnahmen hervorrufen, die für die Börse und die mit ihr betroffenen Zweige der Volkswirtschaft von großem Schaden sein können.

Aufgabe der Wissenschaft ist es daher, bis in die Tiefen dieses komplizierten Mechanismus hineinzuleuchten und alle Börsenverhältnisse der wissenschaftlichen Beurteilung zugänglich zu machen.

So reich nun auch unsere Litteratur über das ältere Börsenwesen ist, so wenig sind bisher die Institutionen, die der Börsenverkehr mit Wertpapieren mit sich gebracht hat, zum Gegenstande wissenschaftlicher Bearbeitung gemacht worden. (Auf diesen Mangel macht A. Wagner an verschiedenen Stellen aufmerksam: Einleitung zu „Die großen Berliner Effektenbanken von Paul Model, Einleitung zu: Die Effektenbanken von Hch. Sattler", ferner im Handbuch der polit. Ökonomie, Art. Kreditgeschäfte). Unsere großen nationalökonomischen Sammelwerke behandeln diese Gegenstände nur sehr kurz.

So kommt es, daß über ein für den Börsenverkehr so wichtiges Geschäft, wie das Reportgeschäft, in der Fachlitteratur nur ganz dürftige Anhaltspunkte zu finden sind. Am meisten hat sich noch die juristische Litteratur mit dem Reportgeschäft befaßt. Indessen begnügen sich die juristischen Schriftsteller damit, Erörterungen über die juristische Natur des Reportgeschäftes anzustellen. Da nun die juristische und die volkswirtschaftliche Beurteilung von ganz verschiedenen Standpunkten ausgehen, und jede zu einer eigenen Auffassung über die Natur des Reportgeschäftes gelangt, so ist hier

schon eine Quelle zu großen Irrtümern über das Wesen des Reportgeschäftes gegeben.

Dazu kommt noch, daß das Reportgeschäft für denjenigen, der mit der Börse und ihren Geschäften nicht einigermaßen vertraut ist, eine schwierige Materie darstellt. Die Verwirrung wird noch dadurch erhöht, daß das Reportgeschäft verschiedene sekundäre Erscheinungen zeigt, die dann oft für Hauptmerkmale gehalten (wurden) und der Begriffsbestimmung zu Grunde gelegt wurden. Somit erklärt es sich, daß sowohl die juristische wie auch die nationalökonomische Litteratur die verschiedenartigsten Beurteilungen und Definitionen des Reportgeschäftes enthält, die oft in einem direkten Widerspruche zu einander stehen.

Die folgende Abhandlung macht es sich zur Aufgabe, das Reportgeschäft in seiner volkswirtschaftlichen Bedeutung darzustellen.

Die Hauptfunktion des Reportgeschäftes, dem es seinen Ursprung verdankt, besteht darin, dem Spekulanten die Möglichkeit zu gewähren, die Erfüllung eines Termingeschäftes auf den nächstfolgenden Termin zu verschieben. Ein Geschäft, durch welches die Erfüllung eines Lieferungsgeschäftes hinausgeschoben wird, heißt Prolongationsgeschäft.

Ein wesentliches Merkmal des Reportgeschäfts ist somit seine Gebundenheit an das reguläre Termingeschäft. Ohne ein reguläres Termingeschäft kein Reportgeschäft! Daraus ergiebt sich, daß das Reportgeschäft eine Begleiterscheinung des Termingeschäftes ist und nicht eher entstehen konnte als dieses.

## § 2. Geschichte des Reportgeschäftes.

Die geschichtliche Entwickelung des Reportgeschäftes geht Hand in Hand mit der Entwickelung des Termingeschäftes und des modernen Effektenverkehrs überhaupt.

Termingeschäfte (oder Zeitgeschäfte) sind Lieferungsgeschäfte, für die bestimmte Lieferungstermine allgemein vor-

geschrieben sind, mitunter Mitte, meistens aber Ende jeden Monats; daher werden diese Geschäfte auch Ultimogeschäfte genannt. (Conrad: Grundriß der polit. Oec. Bd. I Seite 203). Die Entstehung des Termingeschäftes hat zur Voraussetzung einen lebhaften und wohlgeordneten Börsenverkehr und eine durch Gewohnheitsrecht und Börsenordnung genau bestimmte Qualität der Waare. (Ehrenberg: Zeitalter der Fugger Bd. II S. 294). Es muß die Möglichkeit vorhanden sein, jede einzelne auf Zeit gehandelte Menge durch eine beliebige andere gleich große und auf denselben Termin gehandelte Partie der nämlichen Ware zu ersetzen; nur in diesem Falle konnte sich ein flotter Terminhandel entwickeln, der dann erst die Bedingung für die Entstehung von Prolongationsgeschäften sein konnte, aus denen sich später das Reportgeschäft in seiner eigentümlichen Form entwickelte.

Diese Vorbedingungen waren gegeben in dem Börsenverkehr zu Amsterdam, wo der erste börsenmäßige Handel mit Effekten entstand. (Ehrenberg: Z. d. F. Bd. II 344. Hier fanden zuerst Umsätze in den Aktien der Ostindischen Compagnie sofort nach deren Begründung im Jahre 1602 statt. In diesen Aktien, die als Waren gleichartiger Qualität ein vorzüglich fungibles Objekt für das Termingeschäft lieferten, entwickelte sich eine lebhafte Spekulation. Die guten Aussichten des Unternehmens bewirkten sofort eine starke Haussespekulation, bis die übermäßige Kurssteigerung die Veranlassung zur Bildung der Baissespekulation gab. Von Anfang an bediente sich die Aktienspekulation des Termingeschäftes und in kurzer Zeit kam es zur Ausbildung der vollständigen feinen Technik moderner Börsenspekulation. Prolongationen von Zeitgeschäften fanden seit dem Ende des 17. Jahrhunderts an der Amsterdamer Börse bereits im großen Umfange statt, aber man kann nicht annehmen, daß diese Prolongationen an der Amsterdamer Börse bereits in Form des Reportgeschäftes vor sich gingen, umsomehr da Amsterdam noch heute eine eigene Art zu prolongieren besitzt. (Vergl. § 4).

Um das Jahr 1688, in welchem Don José de la Vega ein umfangreiches Werk über die Amsterdamer Börse veröffentlichte, scheinen die Prolongationsgeschäfte im Effektengeschäft noch ziemlich neu gewesen zu sein. Sie sind dem Verfasser damals noch „verdächtig", weshalb er sie mysteriosas prolongaciones nennt. Indessen spricht er bereits von reichen Kapitalisten, die sich don den Zinsen im Prolongationsgeschäft nähren, que viven de hacer prolongaciones. An einer anderen Stelle berichtet derselbe Schriftsteller, daß die Baissepartei vielfach Stücke in „Kost nahm" und alsdann wieder per Kassa verkaufte und auf diese Weise einen künstlichen Überfluß an Stücken auf dem Markte hervorrief, der alsdann den Kurs zu Gunsten ihrer laufenden Engagements drücken mußte. (Vergl. Ehrenberg. Zeitalter der Fugger Bd. II. Anhang).

Es muß auffallen, daß das Werk von Ricard „Le négoce d'Amsterdam" mit keinem Worte des Reportgeschäftes Erwähnung thut, obgleich es erst im Jahre 1722 erschien, während das Buch des Don José de la Vega bereits 1688 herauskam. Termingeschäfte, Prämiengeschäfte usw. werden von Ricard eingehend beschrieben, ebenso der ganze Börsen- und Handelsverkehr jener Zeit in einem umfangreichen Buche geschildert. Man kann daher wohl annehmen, daß das Prolongationsgeschäft in jener Zeit noch keine nennenswerte Bedeutung gehabt hat oder daß noch keine feststehende Form für die Prolongationen ausgebildet war und die Schiebung eines Termingeschäftes je nach Übereinkunft unter den betreffenden Kontrahenten auf verschiedenartige Weise vollzogen wurde.

Neben der Amsterdamer Börse gelangten im 18. Jahrhundert auch die Börsen von London und Paris zu größerer Bedeutung. Besonders gegen Ende des 18. Jahrhunderts verlor die Amsterdamer Börse immer mehr an Bedeutung, woraus besonders Frankfurt a. M. Nutzen zog.

In Paris war es besonders Law, der die Kenntnis des modernen Börsenwesens von England und Holland mit-

brachte und in Frankreich resp. Paris verbreitete. Seine großen Börsenoperationen und die sich daran anschließende Schwindelperiode sind bekannt. Zu der fast unglaublichen Spekulationswut, die Alt und Jung, Arm und Reich, Hoch und Niedrig ergriff, hatte Law in Paris hauptsächlich den Anstoß gegeben. Man kaufte und verkaufte in riesigen Summen, in wenigen Stunden wurden oft Millionen gewonnen. Termingeschäfte, Prämiengeschäfte, Stellage und Nochgeschäfte, Prolongationsgeschäfte usw. fanden bereits statt. Aber man darf dieses Börsentreiben noch nicht mit der hochentwickelten Börsentechnik der modernen Zeit vergleichen. Von einem geregelten Termin- und Liquidationswesen usw. konnte natürlich nicht die Rede sein. Die einzelnen Börsengeschäfte hatten noch keine feste Form und Gestalt angenommen, sie waren noch mehr oder weniger von der Willkür der betreffenden Kontrahenten abhängig. So berichtet uns z. B. Wirth in seiner „Geschichte der Handelskrisen" von „Reportgeschäften", die unter Zugrundelegung von enormen Zinssätzen auf stündliche Kündigung! abgeschlossen wurden. Derartige Geschäfte kann man aber noch keine Reportgeschäfte nennen.

In seiner Nationalökonomie des Handels und Verkehrs zitiert G. Cohn ein Werk (Pinto: Traité de la Circulation et du Credit 1771), in welchem das Prolongationsgeschäft erwähnt wird. Aber von einem Reportgeschäft ist auch hier noch nicht die Rede, sondern nur von einer Prolongation oder Kontinuation. (Leider war es mir nicht möglich, dieses Buch zur Einsicht zu bekommen).

Der Name „Reportgeschäft", für eine bestimmte Art von Prolongationsgeschäften tritt überhaupt zum ersten Male bei Bender: Verkehr mit Staatspapieren 1825 auf. Die einzelnen Börsengeschäfte haben inzwischen eine eigene, feste Form angenommen und werden nun von Bender zum ersten Male einer juristischen Beurteilung unterzogen. Aber das Reportgeschäft scheint auch ihm noch nicht völlig klar zu sein. Er verwechselt mehrere Male Report und Prämie und wird

in seiner Beschreibung stellenweise recht undeutlich. Indessen muß man konstatieren, daß hier das Reportgeschäft bereits seine wesentlichen Merkmale zeigt. Zum Schlusse bemerkt Bender noch, daß die Reportgeschäfte auf allen Börsen stattfänden und viele angesehene Häuser ihre Kapitalien ausschließlich auf diesem Wege anzulegen pflegten.

Zur richtigen Entfaltung gelangte das Reportgeschäft in der That erst im 19. Jahrhundert, zu einer Zeit, in der sich überhaupt die Börse und vor allem die Effektenbörse zu ihrer modernen Bedeutung erhoben hat. Mit der Erfindung und Anwendung der Dampfkraft, Maschinen, Elektrizität usw. entwickelte sich unsere heutige Industrie, deren finanzielle Organisation sich auf das Prinzip der Kapitalassociation gründet. Gleichzeitig erweiterten sich die Bedürfnisse der Staatskassen. Milliarden von Aktien und Obligationen strömten infolgedessen der Börse zu. Nunmehr entstand erst die ganze moderne Börsentechnik. Vor allem erfuhr die Spekulation einen großen Aufschwung. Ihr fiel die große Aufgabe zu, die Vermittelung zu übernehmen zwischen den Effektenbanken und dem Privatpublikum, indem sie die neugeschaffenen Werte vorläufig selbst übernahm und dann weitere Abnehmer suchte. Die Spekulation wurde durch das Reportgeschäft unterstützt, dadurch, daß dem Spekulanten, der mit seinen Geschäften bis zum Ultimo keinen Gewinn erzielt hatte, im Reportgeschäft Gelegenheit gegeben wurde, den Termin seiner Geschäfte auf den folgenden Ultimo hinauszuschieben. Auf die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Funktion des Reportgeschäftes wird später einzugehen sein. Gleichzeitig wurde aber das Reportgeschäft eine Quelle der reichsten Einnahmen für diejenigen, welche in der Lage waren, dem Spekulanten gegen eine entsprechende Vergütung Geld oder Wertpapiere zu Reportzwecken zur Verfügung zu stellen.

So sehen wir denn auch, daß der Credit-Mobilier, das Vorbild der modernen Effektenbanken, der an der Spitze dieses

neuen Börsentreibens stand, sich des Reportgeschäftes als eines der wichtigsten Börsengeschäfte bemächtigte. Die Jahre, die der Gründung des Kredit-Mobilier unmittelbar vorhergegangen waren, hatten sich für die Kapitalisten als sehr günstig erwiesen, da die Reportsätze infolge der andauernden Hausse eine ganz bedeutende Höhe zeigten: Reportsätze von 40 bis 50% gehörten nicht zu den Seltenheiten. Es ist erklärlich, daß diese horrenden Reportsätze auf die Spekulation einen lästigen Druck ausübten. Diesem Übelstande versprach der Kredit-Mobilier abzuhelfen. In ihrem Prospekt sagten die Gründer: „Durch die ihm zur Verfügung stehenden Mittel wird der Kredit-Mobilier imstande sein, die bisher für Reports gezahlten Vergütungen herabzusetzen, die seit mehreren Monaten 15 – 25% betragen nnd sogar mitunter 50% auf die besten Sicherheiten überstiegen haben. Ein solcher Zustand erheischt sofortige Abhülfe, und es giebt kein besseres Mittel dagegen, als die Begründung dieser neuen Gesellschaft."

Die Scheinheiligkeit dieses Versprechens, mit welchem der Kredit-Mobilier sich hinzustellen versuchte als Wohlthäter der Börse und des Börsenkredites, leuchtet jedem ein, dem die Geschichte des Kredit-Mobilier und seine skrupellose Geschäftsführung bekannt sind. Nichts hat dem Kredit-Mobilier ferner gelegen, als das öffentliche Wohl. Er opferte dasselbe gern, wenn es galt, für sich einen Gewinn herauszuwirtschaften. Wie später nachgewiesen werden wird, hat er auf die Höhe der Reportsätze an der Börse keinen nennenswerten Einfluß ausgeübt. Aber er selbst hat so gute Geschäfte am Reportzins gemacht, daß er alljährlich einen großen Teil der Dividende mit den am Report erzielten Gewinnen bezahlte.

Das Beispiel der Pariser Börse fand Nachahmung in Deutschland und zwar zunächst in Frankfurt a. M., damals der bedeutendste Börsenplatz in Deutschland, dann auch in Berlin und Wien. Nach dem Vorbilde des Kredit-Mobilier wurde im Jahre 1853 in Darmstadt die „Bank für Handel und Industrie" gegründet, „die ebenfalls nichts Besseres zu

thun wußte, als ihre Millionen in dem einträglichen Reportgeschäft anzulegen." (Wirth: Geschichte der Handelskrisen). Ende der 60er und Anfang der 70er Jahre bürgerte sich das Reportgeschäft auch an der Wiener Börse ein. (Neuwirth: Spekulationskrisis von 1873). An der Berliner Börse gewann das Reportgeschäft mit der Heranbildung Berlins zum ersten Börsenplatze Deutschlands besonders nach Beendigung des französischen Krieges steigende Bedeutung.

Seine große Wichtigkeit für das gesamte Effektengeschäft hat das Reportgeschäft auch heute noch in demselben Maße wie früher. Allmonatlich werden Hunderte von Millionen an der Berliner Börse im Reportgeschäft umgesetzt. (Vergl. § 8.)

Man hätte erwarten sollen, daß nach Einführung des neuen Börsengesetzes vom 22. Juni 1896, durch welches eine Beschränkung des Terminhandels herbeigeführt wurde, auch das Reportgeschäft in seinem Umfange erheblich geschmälert würde. Wie später (§ 8) gezeigt wird, sind die Wirkungen des neuen Börsengesetzes am Reportgeschäft spurlos vorübergegangen. Es nimmt im Gegenteil fortwährend an Umfang zu und hält somit gleichen Schritt mit der gesamten Entwickelung des Effektenmarktes.

## § 3. Die Technik des Reportgeschäftes.

Die Reportgeschäfte sind eine besondere Art von Prolongationsgeschäften. Sie dienen dazu, die Erfüllung von Termingeschäften von dem Ultimo des Monats, auf den sie abgeschlossen sind, auf den Ultimo des folgenden Monats, von diesem ev. wieder auf den folgenden usw. zu verschieben. In Deutschland wird der Ausdruck „Prolongationsgeschäft" häufig zur Bezeichnung des Reportgeschäftes gebraucht. Andere Namen sind Schiebungsgeschäfte, Kostgeschäfte. Letzterer ist ein besonderer Ausdruck der Wiener Börse. Statt reportieren oder prolongieren sagt man auch hereingeben, resp. hereinnehmen oder in Kost geben resp. in Kost nehmen, und man

spricht dementsprechend auch von Hereingebern resp. Hereinnehmern oder Kostgebern resp. Kostnehmern.

Die Reportgeschäfte können nur vorkommen in Verbindung mit Termingeschäften, und zwar sind es nur Termingeschäfte, die spekulativen Zwecken dienen.

Eine nähere Betrachtung wird dieses klar machen. Man unterscheidet beim spekulativen Termingeschäfte:

1. Termingeschäfte, bei denen auf das Steigen der Preise (also à la hausse) spekuliert wird; der Spekulant heißt dann Haussier;
2. Termingeschäfte, bei denen auf das Sinken der Preise (also à la baisse) spekuliert wird; der Spekulant — Baissier.

Der Haussier kauft Effekten auf Lieferung Ultimo eines bestimmten Monats in der Erwartung, sie vor Ende dieses Monats zu einem höheren Preise wieder verkaufen zu können.

Der Baissier verkauft Effekten (ohne sie zu besitzen) auf Lieferung Ultimo eines bestimmten Monats in der Erwartung, dieselben noch vor Ultimo billiger ankaufen zu können.

Angenommen, Haussier und Baissier sehen sich am Ende des Monats in ihren Erwartungen getäuscht, so müssen sie prolongieren, falls sie nicht ihr Engagement mit Schaden lösen wollen.

Der Haussier wird prolongiren, wenn die Kurse der per Ultimo gekauften Effekten gesunken oder nicht genug gestiegen sind, und die Aussicht vorhanden ist, daß die Kurse sich im Verlaufe des folgenden Monats so weit erholen, daß er mit Gewinn verkaufen oder sich doch möglichst schadlos halten kann.

Der Baissier wird prolongieren, wenn die Kurse seiner per Ultimo verkauften Effekten gestiegen oder nicht genug gefallen sind, und die Aussicht vorhanden ist, daß die Kurse im Laufe des folgenden Monats so weit fallen werden, daß er mit Gewinn ankaufen resp. sich eindecken kann, oder wenigstens imstande ist, sein Engagement möglichst ohne Schaden zu lösen.

Der Haussier sowohl wie der Baissier bedienen sich zur Prolongation ihrer Spekulationen des Reportgeschäftes. Das Reportgeschäft ist ein Doppelgeschäft, das aus zwei Kaufverträgen entgegengesetzter Art besteht. Der erste Kaufvertrag dient dazu, das laufende Termingeschäft zu erfüllen resp. zu kompensieren (Kompensationsvertrag). Gleichzeitig mit diesem Vertrage verbunden ist ein zweiter Kaufvertrag, der die Prolongation bewirkt (Prolongationsvertrag). Von den beiden Kaufverträgen ist der eine jedesmal ein Ankauf, der andere ein Verkauf. Beide Kaufverträge sind Termingeschäfte. Vielfach ist die Ansicht verbreitet (siehe Michaelis: Volkswirtschaftliche Schriften 2, Die wirtschaftliche Rolle des Spekulationshandels, sowie bei den meisten juristischen Schriftstellern), daß der Kompensationsvertrag ein Kassageschäft sei. Diese Ansicht ist nicht richtig. (Vergl. hierzu Saling: Börsenpapiere I 7. Aufl. S. 270, sowie Ludwig Kahn: Prolongation und Reportgeschäft in jurist. Konstruktion. Inaug.-Dissertation Erlangen 1896). Der Kompensationskauf ist regelmäßig ein Termingeschäft. Beide Kaufverträge vollziehen sich zwischen denselben zwei Personen, von denen die eine Effekten per Ultimo kauft und sie gleichzeitig per Ultimo des folgenden Monats verkauft, während die andere dieselben Effekten per Ultimo verkauft und sie gleichzeitig per Ultimo des folgenden Monats wieder zurückkauft. Diese Zusammenziehung zweier entgegengesetzter Geschäfte zu einem einzigen Vertrage ist ein Merkmal des Reportgeschäftes. Natürlich können die Geschäfte in verschiedener Reihenfolge zustande kommen. Der Kauf kann dem Verkauf (wie beim Baissier) und der Verkauf kann dem Kauf (wie beim Haussier) vorangehen. Das Prolongieren geschieht in der Regel gegen Ende des Monats. Der Kompensationsvertrag, durch den das Ultimogeschäft gelöst wird, vollzieht sich durchweg zum Liquidationskurse. Der Kurs, der dem Prolongationsvertrage zu Grunde liegt, ist meist von dem Kurse des Kompensationsvertrages verschieden. Ist

er höher, so nennt man die Kursdifferenz Report, ist er niedriger, so nennt man den Unterschied Deport.

Der Spekulant, der sein Termingeschäft prolongieren lassen will, schließt das betreffende Reportgeschäft meist nicht mit derselben Person ab, mit der er das Termingeschäft eingegangen ist, sondern durchweg mit einer dritten Person, die für den betreffenden Ultimo für ihn seine Verpflichtungen gegen seinen ersten Kontrahenten übernimmt und ihm die Fortsetzung seiner Spekulation bis zum Ultimo des folgenden Monats ermöglicht. Dieses Dazwischentreten einer dritten Person ist der bei weitem wichtigste Fall des Reportgeschäftes. Wenn man daher vom Reportgeschäft spricht, so ist damit immer die Vorstellung einer dritten Person verbunden, die durch ihr Dazwischentreten die Prolongation ermöglicht. Diese Art zu prolongieren hat dem Reportgeschäft seine charakteristische Form gegeben. Weitaus seltener sind die Fälle, in denen derjenige, mit dem das ursprüngliche Termingeschäft abgeschlossen wurde, selbst auf die Hinausschiebung der Verpflichtungen des anderen eingeht; man spricht in diesem Falle von einer „echten Prolongation". Man bedient sich zu dieser Prolongation ebenfalls des Reportgeschäftes. Ein anderer Fall einer echten oder reinen Prolongation würde es sein, wenn derjenige, der einmal als sogenannter Dritter für die Erfüllung des Ultimoengagements eingetreten ist, nunmehr mit demselben das Geschäft immer wieder von neuem prolongiert.

Im Folgenden soll gezeigt werden, wie das Reportgeschäft für einen Haussier und wie für einen Baissier verläuft. Der Haussier, der am Ende des Monats die gekauften Effekten nicht abnehmen will, schließt mit einem gewissen Dritten (dem Reporteur) ein Reportgeschäft ab. Durch dieses verkauft der Haussier dem betreffenden Dritten seine Effekten per Ultimo des laufenden Monats zum Liquidationskurse und verpflichtet sich gleichzeitig durch einen neuen Kauf per Ultimo des folgenden Monats, die Effekten zu einem vereinbarten Kurse zurück-

zunehmen. Hierdurch empfängt er am Ultimo des laufenden Monats den Gegenwert der Effekten in barem Gelde ausbezahlt, welches er dazu benutzt, seine früher bei Abschluß des ersten Termingeschäftes eingegangenen Verpflichtungen zu erfüllen. Für die Dauer des folgenden Monats begiebt er sich allerdings der Effekten, die er jedoch am Ende des folgenden Monats zu dem vereinbarten Kurse zurücknehmen muß. Dieser Kurs wird so berechnet, daß für den Reporteur (Hereinnehmer, Geldgeber) eine den Verhältnissen entsprechende Verzinsung seines Kapitals, dessen er sich für die Dauer eines Monats begiebt, herauskommt. Da die Stückzinsen, die der Geldgeber für einen Monat empfängt, in dem er vorübergehend Besitzer der Effekten ist, meist geringer sind, als die Zinsen, die er für die hingegebene Geldsumme verlangt, erhält der Kurs des Prolongationsvertrages durchweg einen Zuschlag, den sog. Report, sodaß in Wirklichkeit Stückzinsen und Report zusammen die Verzinsung ausmachen, die der Reporteur für sein Geld empfängt. Die Stückzinsen können unter Umständen so hoch sein, daß sie bereits eine hinlängliche Verzinsung des Kapitals gewähren, sie können sogar eine solche Höhe erreichen, daß der Geldgeber noch eine Vergütung an den Haussier zahlen muß, d. h. der Haussier die Effekten zu einem entsprechend niederen Kurse zurückkauft. Diesen Abschlag vom Kurse nennt man Deport. Der Haussier bezahlt also entweder einen Report, oder nichts (man sagt dann, die Stücke sind „glatt" geschoben), oder er empfängt einen Deport.

In umgekehrter Weise vollzieht sich das Reportgeschäft bei der Prolongation der Ultimo-Engagements der Baissiers. Am Ultimo muß er die Effekten liefern, die er in blanco, d. h. ohne sie zu besitzen, verkauft hat. Er muß sich daher die Effekten zum Ultimo besorgen. Dieses geschieht durch das Reportgeschäft, indem er die benötigten Effekten zum Liquidationskurse kauft und gleichzeitig durch dasselbe Geschäft die Stücke für den Ultimo des folgenden Monats verkauft.

Die Stückzinsen sind meist bedeutend geringer als die Zinsen, welche die für die Effekten gezahlten Geldsummen unter Zugrundelegung des Lombardzinsfußes bringt (da die meisten Effekten des Termingeschäftes über pari stehen und nur 4% Stückzinsen geben). Der Baissier, der für den folgenden Monat Geld hergiebt, wird daher meist in seinem Prolongationsvertrag einen höheren Kurs erzielen als den Liquidationskurs. Dieser Unterschied ist der Report. Stückzinsen und Report machen alsdann die Verzinsung aus, die der Baissier für seine Geldsumme empfängt. Unter Umständen können die Stückzinsen so groß sein, daß überhaupt kein Report entsteht, ja sie können sogar eine solche Höhe erreichen, daß der Baissier noch einen Deport bezahlen muß.

Der Haussier also bezahlt einen Report oder empfängt einen Deport, während der Baissier einen Report empfängt oder einen Deport bezahlt.

Im Folgenden soll eine praktische Berechnung eines Reportgeschäftes gegeben werden, in welchem ein Haussier einen Report bezahlt.

Angenommen A hat per Ultimo März von B M. 15000,— Diskonto-Kommandit-Anteile à 180,—% gekauft = M. 27000,—
incl. laufender Stückzinsen 4% vom 1. Jan. bis ult. März = „ 150,—
M. 27150,—
plus Unkosten (Courtage, Stempel) ca. „ 15,—
so muß A Ende März an B „ 27165,—
bezahlen, wogegen er alsdann obengenannte Effekten empfängt.

A hatte vorstehendes Geschäft abgeschlossen in der Hoffnung, daß er noch vor Ultimo die Effekten mit Gewinn wieder verkaufen könnte. Er sieht sich jedoch in seiner Hoffnung getäuscht, denn der Kurs der Effekten ist gefallen. Bezahlen kann er nicht und mit Schaden verkaufen will er auch nicht, da er glaubt, daß der Kurs im Laufe des nächsten Monats sich für ihn günstiger gestalten wird; er

reportiert also. Er wendet sich an einen Kapitalbesitzer C, der ihm das zur Erfüllung seines Termingeschäftes nötige Geld hergiebt, und macht mit ihm einen Report von 0,25 aus.

A verkauft nun in dem Reportgeschäft an C per Ultimo März
M. 15000,— Diskonto-Kommandit-Anteile zum Liquidationskurse von 175,— % M. 26250,—
Stückzinsen wie oben „ 150,—
„ 26400,—
abzüglich Unkosten wie oben „ 15,—
und empfängt dafür M. 26385,—
von C, die er zuzüglich der Differenz, die er aus eigener Tasche bezahlt, M. 780,—
also M. 27165,—
an B bezahlt, wogegen er die Effekten empfängt, die er direkt wieder an C ausliefert.

In demselben Geschäft hat A sich verpflichtet, per Ultimo April obige
M. 15000 Diskonto-Kommandit-Anteile

à 175,—
+ 0,25 Report,

also à 175,25 % = M. 26275,50
zuzüglich 4 % Stückzinsen vom 1. Januar bis Ultimo April „ 200,—
für die Summe von „ 26475,50
von C wieder abzunehmen.

Gelingt es nun A im Laufe des Monats April M. 15000,— Diskonto-Kommandit-Anteile per Ultimo April

| | | |
|---|---|---|
| zu verkaufen etwa zum Kurse von 183% = | M. | 27450,— |
| 4% Zinsen Januar-April | „ | 200,— |
| | M. | 27650,— |
| Unkosten ca. | „ | 15,— |
| so würde er dafür | M. | 27635,— |
| am Ultimo April empfangen, während er Ultimo April nur obige | M. | 26487,50 |
| bezahlt, sodaß ein Überschuß von | M. | 1147,50 |
| abzüglich bezahlter Differenz von | M. | 780,— |
| also | M. | 367,50 |

zu seinem Gunsten aus diesem Geschäfte resultiert.

Die Unkosten des Reportgeschäftes betrugen

| | |
|---|---|
| M. 50,— | Verlust an Stückzinsen |
| M. 37,50 | der Report |
| M. 15,— | Stempel und Courtage |
| M. 102,50. | |

Wie sich aus der Berechnung ergiebt, muß der prolongierende Spekulant am Ultimo für die Differenz aufkommen, die sich aus dem Unterschiede der Kurse des ursprünglichen Termingeschäftes und des Kompensationsgeschäftes ergiebt. Hat A z. B. von B im Anfang Januar M. 30000,— Deutsche Bank-Aktien à M. 210,— gekauft, und prolongiert A Ende Januar unter Zugrundelegung des Liquidationskurses von 205,—, so muß er Ende Januar die Differenz von M. 1500,— in bar bezahlen. Geschähe dieses nicht, so würde die Sicherheit des Reportgeschäftes zu sehr herabgemindert, da nämlich die spekulativen Termingeschäfte oft viele Monate hindurch immer wieder prolongiert werden, wäre zu leicht die Möglichkeit vorhanden, daß große Differenzen sich ansammeln, die der Spekulant nicht mehr imstande wäre zu bezahlen, um so mehr, wenn man bedenkt, daß die Spekulanten meist auf „schwachen Füßen" stehen und sich durchweg über ihre Verhältnisse engagieren.

Der Berechnung des Reports liegt der Prolongationszinsfuß zu Grunde. Unter dem Prolongationszinsfuß versteht man den Zins, den diejenige Person, welche beim Reportgeschäft das Geld hergiebt und die Effekten hereinnimmt, für die vorgelegte Geldsumme empfängt. Die Höhe dieses Reportzinssatzes hängt, wie später gezeigt wird, von verschiedenen Faktoren ab. In der Regel wird natürlich der Geldverleiher eine angemessene Verzinsung seines Geldes verlangen. Nun kommen dem Geldgeber aber bereits die Stückzinsen der Effekten zu Gute, da er ja für die Dauer des Prolongationsmonats Besitzer der Stücke wird. Diese müssen also von dem Prolongationszinssatze in Abzug gebracht werden, um den Report resp. Deport zu berechnen. Um die Rechnung an einem einfachen Beispiele zu erläutern, nehme man an, ein vierprozentiges Wertpapier, dessen Kurs pari steht, soll zum Prolongationszinssatz von 6% auf einen Monat repartiert werden. Der Geldleiher soll also M. 6 : 12 = M. —,50 Zinsen von M. 100,— des Papieres zum Kurse von M. 100,— für einen Monat bekommen. Das Papier bringt ihm aber an Stückzinsen bereits für diesen Monat M. 4 : 12 = M. —,333, sodaß der Report in diesem Falle —,1777 betragen würde. Steht nun das betreffende Papier am Liquidationstermine pari, so würde der zweite Kauf des Reportgeschäftes (der Prolongationsvertrag) zum Kurse von 100,18 abgeschlossen werden.

In der Börsenpraxis pflegt man den Report in Hundertstel anzugeben, weil dieses Verfahren es gestattet, den Report genauer auszudrücken. Dieses ist von Wichtigkeit, da bei den großen Summen, die oft reportiert werden, kleine Ungenauigkeiten des wie oben in Prozenten angegebenen Reports nicht unerhebliche Differenzen ausmachen können. So wird man in obigem Falle sagen, der Report beträgt 17,77 Cents, statt 0,1777%.

Wie nun sind die in dem früheren Rechnungsbeispiele berücksichtigten 25 Cents Report gefunden worden?

Der Liquidationskurs des Papieres war 175,— %. Der Prolongationszinssatz war 4 %; der Geldgeber sollte somit eine Verzinsung von $\frac{175 \cdot 4}{100}$ = M. 7,— pro anno bekommen.

Nun bringt das Papier aber 4 % Stückzinsen, ergeben M. 4,— p. a.: Die Differenz, die dem Geldgeber in Gestalt des Reports noch vergütet werden muß, beträgt M. 3,—; also wird der Haussier in diesem Falle M. 3 : 12 = 0,25 = 25 Cents Report für einen Monat als Zuschlag zum Kurse zahlen müssen.

Diese Berechnung, welche in der Praxis gewöhnlich gehandhabt wird, schließt eine kleine Ungenauigkeit ein. Der Geldgeber legt nämlich nicht allein die zum Kurse von 175,— umgerechnete Summe (M. 26250) vor, sondern auch die bereits angesammelten Stückzinsen (M. 150,—), die in obiger Zinsberechnung nicht berücksichtigt sind. Der Geldgeber kann verlangen, daß die Reportzinsen nach der ganzen vorgestreckten Geldsumme (M. 26400,—) berechnet werden. Dann ergeben die Reportzinsen 264 × 4 = M. 1056 p. a. Die Stückzinsen machen M. 600 p. a. (150 × 4) aus. Die Differenz ist 456. Also bekommt der Geldleiher für den Prolongations-Monat M. 456 : 12 = M. 38,— (M. 37,50), oder in Prozenten ausgedrückt 38 : 150 = 0,2533, oder 25,33 Cents.

## § 4. Das Reportgeschäft an den größeren nichtdeutschen Börsen.

Das Prolongationsgeschäft der Pariser Börse ist ebenfalls ein Reportgeschäft. Es beruht auf denselben Grundsätzen, wie das deutsche Reportgeschäft, zeigt jedoch äußerlich kleine Verschiedenheiten, die sich aus den Verhältnissen der französischen Effektenbörse ergeben. Diese Verschiedenheit beruht vor allem darauf, daß bei dem französischen Effektengeschäft keine Stückzinsen berechnet werden. Während beim Ankauf

von Effekten in Deutschland dem Käufer Stückzinsen vom letzten Couponstermine bis zum Termin des Ankaufs berechnet und ebenso dem Verkäufer die Stückzinsen vom letzten Couponstermine bis zum Tage des Verkaufes vergütet werden, gelangen beim französischen Effektengeschäft die Zinsen im Kurse zum Ausdruck, so daß der Wert eines Effekts steigt, je näher der Tag der Couponsabtrennung rückt, ähnlich wie der Wert eines angebauten Grundstückes kurz vor der Ernte teurer ist als nach der Ernte. (Guillard: Les opérations de la Bourse). Es leuchtet ein, daß beim französischen Reportgeschäft der Report höher ist als beim deutschen. Während beim deutschen Reportgeschäft der Vorteil des Reporteurs sich zusammensetzt aus Report und Stückzinsen, besteht er beim französischen Reportgeschäft nur in dem Report, den der Reporteur für die Dauer einer Prolongation empfängt. Soll nun in beiden Fällen für den Reporteur eine gleiche Verzinsung für die hergegebenen Kapitalien stattfinden, so ist es klar, daß der französische Report durchweg höher sein muß als der deutsche. Report beim französischen Reportgeschäft bedeutet somit etwas anderes als beim deutschen.

Ein Vergleich zweier Beispiele wird dieses klar machen. Angenommen, es handele sich um 5procentige Rentenanleihe, deren Kurs in beiden Fällen pari stehen soll. Die Verzinsung, die die Reporteure für ihre hingegebenen Geldsummen während des Prolongations-Monats verlangen, möge 6% sein.

Dann ist der Report für die deutsche Börse 8 Cents, bei 5procentiger Anleihe machen die Stückzinsen für einen Monat 42 Cents aus, also Stückzinsen und Report zusammen 50 Cents im Monat, also 6 % p. a. Der Report des französischen Reportgeschäftes muß 50 Cents sein, da ja keine Stückzinsen berechnet werden. Im ersteren Falle würde der Kurs des Prolongationsvertrages 100,08, im zweiten Falle 100,50 sein.

Ein Vergleich dieser beiden Reportgeschäfte läßt die Vorzüge der französischen Berechnungsweise leicht erkennen. Sie

ist durch das Fortfallen der Stückzinsen nicht so verwickelt wie die deutsche Berechnung des Reportgeschäftes und leichter verständlich. In Frankreich wird daher das Reportgeschäft auch von Rentnern und Kapitalisten, die doch dem eigentlichen Börsengeschäft nicht so nahe stehen wie die Spekulanten, mehr benutzt als in Deutschland, da der Deutsche, ohnedies schon schwerfälliger als der Franzose, sich abschrecken läßt von der Kompliziertheit des Verfahrens.

Während das deutsche Reportgeschäft im Anschlusse an die Bestimmungen über das Termingeschäft nur auf die Dauer von vier Wochen abgeschlossen werden kann, sind an fremden Börsen Reportgeschäfte über kürzere Termine möglich, z. B. auf 14 Tage, an einigen sogar auf wenige Tage; je kürzer der Termin ist, desto höher wird natürlich auch der Report sein, so daß in solchen Fällen Reportzinsen von 10 % nicht zu den Seltenheiten gehören.

Das Reportgeschäft an der Londoner Stock Exchange (Vergl. F. Struck: Die Effektenbörse, Henry Crosby Emery Speculation of the Stock and Produce Exchanges, Seite 92) verläuft in derselben Weise wie das französische Reportgeschäft. Die Bezeichnung für Report ist contango, für Deport backwardation, für Reportgeschäft continuation.

Die Prolongationen an den Börsen der Vereinigten Staaten von Amerika sind wesentlich anderer Natur als die Reportierungen der europäischen Börsen. Dort werden die zur Prolongation notwendigen Mittel an Geld und Effekten nicht durch einen Doppelkauf beschafft, sondern durch einfaches Leihen (by borrowing and lending). Vermittels eines eigenartigen Clearing-Systems (vergl. Henry Crosby Emery: Speculation of the St. and Pr. Exch.) werden diese Darlehen (loans) ebenso behandelt und reguliert wie Käufe, und wird hierdurch eine große, den Ansprüchen des modernen Verkehrs entsprechende Vereinfachung herbeigeführt.

Auch das an der Amsterdamer Börse übliche Prolongationsgeschäft ist kein Reportgeschäft. Reportgeschäfte in der

früher geschilderten Form sind in Amsterdam unbekannt. Die Verlängerung eines Engagements geschieht dort in der Weise, daß der Geldnehmer dem Geldgeber zur Deckung Effekten aushändigt und sich verpflichtet, diese Effekten gegen Zahlung der geliehenen Summe nach einem Monat (Prolongatie) oder nach drei Monaten (Beleening) zurückzunehmen. Diese Geschäftsform (verkoop of prolontie, prolongatie contract genannt) stimmt mit dem deutschen Effektenlombardgeschäft überein.

## § 5. Statik und Dynamik der Reportsätze.

In dem oben angeführten Beispiele wurde gezeigt, daß der Berechnung des Reports ein gewisser Zinssatz, der sogenannte Prolongationszinssatz, auch kurz Reportsatz genannt, zu Grunde liegt.

Die Reportsätze können in ihrer Höhe durch mannigfache Umstände bedingt werden. In erster Linie lehnen sie sich naturgemäß an den jeweiligen an der Börse herrschenden „allgemeinen Geldzinsfuß" an, da doch regelmäßig im Reportgeschäft einer der beiden Kontrahenten eine gewisse Geldsumme empfängt, für die er unter normalen Verhältnissen immer mehr oder weniger hohe Zinsen zahlen muß. Der Spekulant, der um jeden Preis reportieren muß, sich somit in einer Notlage befindet, wird natürlich immer etwas zu kurz kommen, und nicht mit Unrecht, da er ja von der Prolongation seiner Spekulation unter Umständen den größten wirtschaftlichen Nutzen haben kann. In der Regel wird der Spekulant, der Geld sucht, einen den allgemeinen Geldzinsfuß etwas überschreitenden Zins bezahlen müssen, während der Spekulant, der Geld giebt und Effekten sucht, einen Zins bekommt, der etwas niedriger ist, als der allgemeine Geldzinsfuß. Dieses Verhältniß entspricht ganz den Regeln und Grundsätzen, die allgemein im Kreditgeschäft angewendet werden, z. B. im

Kontokorrentgeschäft der Banken. Derjenige, der von einer Bank ein Gelddarlehn empfängt, bezahlt Zinsen, die den Diskontsatz (in der Regel um 1%) überschreiten, während derjenige, welcher bei einer Bank Geld auf Konto-Korrent-Konto „gut hat" etwas weniger Zinsen erhält.

Im Allgemeinen zeigen die Report- resp. Deportsätze besonders in ruhigen Zeiten und unter normalen Börsenverhältnissen daher eine mäßige Höhe.

Sie können indessen besonders in Zeiten hochgehender Börsenspekulation durch das gegen Ultimo sich herausstellende Verhältnis von Angebot und Nachfrage in Geld und Effekten zu Reportzwecken in der heftigsten Weise beeinflußt werden. Es kommen hierbei für die Theorie hauptsächlich drei Situationen in Betracht.

1. Diejenigen, welche à la Hausse spekuliert haben, wünschen sämtlich zu prolongieren, weil sie an die Fortdauer der Hausse im nächsten Monat glauben. Ihnen gegenüber stehen die Baissiers, die sich in ihren Hoffnungen für den laufenden Monat getäuscht sehen, aber die „Meinung" haben, daß der nächste Monat eine für sie günstige Kursentwickelung bringen wird; auch sie entschließen sich daher zu prolongieren. Ist nun auf beiden Seiten in denselben Quantitäten spekuliert worden, so würde der in der Praxis natürlich nie eintretende Fall da sein, daß die eine Partei die Reportbedürfnisse der anderen befriedigt. Zwischen beiden Parteien würde ein einfacher Austausch stattfinden. Die Reportierungen werden sich in einem solchen Falle zu geringen Reportsätzen vollziehen, die durchweg die Taxen des Zinsfußes für Gelddarlehen nicht überschreiten werden.

Je nachdem nun die Quantität der Engagements der einen Partei die der anderen übertrifft, und eine Fortsetzung der Spekulation entsprechend der jeweiligen Börsentendenz für die eine Partei günstiger erscheint als wie für die andere, wird sich ein mehr oder minder scharfer Gegensatz in Angebot und Nachfrage von Geld und Effekten zur Zeit der

Reportierung herausstellen und einmal die eine, einmal die andere Partei nur unter Entrichtung hoher Reportsätze die Prolongation ihrer Engagements bewirken können.

2. Angenommen, die Haussekäufe per Ultimo eines Monats überwiegen die Verkäufe der Baissepartie bei weitem und es ist Aussicht vorhanden, daß die Hausse auch im folgenden Monat andauern wird, so werden die Haussiers naturgemäß reportieren wollen, während die Baissiers die ohnehin quantitativ in der Minderheit sind, es vorziehen werden, zu realisieren. Ende des Monats wird nun seitens der Haussiers eine enorme Nachfrage nach Geld und ein großes Angebot von Stücken entstehen. Die Mitglieder der Haussepartei machen sich untereinander scharfe Konkurrenz, je größer nun die Nachfrage nach Reportgeld wird, um so höher steigt der Zinsfuß. Die größten Opfer werden seitens der Haussiers gern gebracht, um nur die Prolongation ihrer Käufe bewirken zu können. Sie überbieten sich gegenseitig und das Resultat ist, daß die Reportsätze eine schwindelhafte Höhe erreichen.

3. Der umgekehrte Fall wird eintreten, wenn die Baissepartei bei weitem mehr Effekten in blanco verkauft hat als die Haussespekulation angekauft hat (die zur Kapitalanlage per ultimo gekauften Effekten kommen hier nicht in Betracht) und die Börsenmeinung auch für den nächsten Monat ein weiteres Nachgeben der Kurse prophezeit. Die Haussepartei wird ihre Käufe realisieren, teils indem sie das laufende Geschäft durch einen Verkauf kompensiert, teils indem sie ihre Effekten am Ultimo bezahlt und abhebt, um für den Verkauf eine günstigere Zeit abzuwarten. Die Baissiers suchen zur Prolongation Effekten, während sie für Geld Abgeber sind. Aber Effekten sind nur in geringeren Mengen am Markte. Unter den Baissiers wird nun ein lebhafter Wettbewerb entstehen, diese Stücke an sich zu bringen. Diese Konkurrenz führt dazu, daß sie sich in ihren Konzessionen gegenseitig überbieten. Erhielt der Baissier sonst bei Reportierungen,

welche leicht von statten gingen, für seine hingegebenen Geldsummen immer einen, wenn auch nur mäßigen Reportsatz vergütet, so werden jetzt die Reportvergütungen immer kleiner, sie hören vielleicht ganz auf, so daß er sich gezwungen sieht, Effekten hereinzunehmen, ohne für die hingegebenen Geldsummen einen Zins zu empfangen, ja er muß event. noch einen Deport zahlen, nur um die notwendigen Effekten zu erhalten. Diese Deports können unter Umständen oft recht erheblich werden.

Da nun an der Börse Hausse und Baisse permanent einander ablösen und nie auf Seiten der Haussiers und Baissiers gleiche Quantitäten von Wertpapieren gekauft resp. verkauft worden sind, so müßten nach den im vorstehenden dargelegten Fällen die Reportsätze fortwährend in großen Sprüngen sich aufwärts und abwärts bewegen, resp. von einem Extrem in das andere umschlagen. Wenn wir trotzdem bemerken, daß die Reportsätze im allgemeinen nicht zu allzuheftige Schwankungen zeigen, so ist dieses dem Dazwischentreten Derjenigen zu verdanken, die gegen Empfang einer gewissen Entschädigung (Reporteure) Geld und Effekten zu Reportzwecken zur Verfügung stellen. An diese wendet sich der Haussier, wenn er keinen Baissier mehr findet, mit dem er prolongieren kann, ebenso wendet sich der Baissier an sie, wenn er keinen Haussier mehr findet, mit dem er ein Reportgeschäft abschließen kann. Das Angebot seitens der Besitzer von Geld und Effekten findet oft in einem solchen Maße statt, daß die einzelnen Besitzer sich in der Gewährung mäßiger Reportsätze nicht selten lebhaft Konkurrenz bereiten. Zu diesen Geldsummen der gewerbsmäßigen Reporteure kommen noch die Gelder, die nur vorübergehend Börsenzwecken zu dienen bestimmt sind. Häufig werden außerdem noch infolge der Machinationen gewisser Personen oder Banken, die an der Entwickelung der Hausse einzelner Papiere ein Interesse haben, große Kapitalien auf den Markt gebracht. Alle diese Umstände zusammen bewirken oft, daß selbst zu Zeiten einer

starken Hausseströmung nicht, wie man wohl erwarten sollte, eine starke Nachfrage nach Geld neben hohen Reportsätzen besteht, sondern daß im Gegentheil Geld in Fülle angeboten ist, und die Reportsätze sich nur in mäßiger Höhe bewegen.

Anders aber gestaltet sich die Entwickelung der Reportsätze, wenn die vermittelnde und ausgleichende Tätigkeit der Besitzer von Geld und Effekten als Reporteure infolge unsicherer Verhältnisse, Krisis u. dergl. ganz oder teilweise aufhört und so dem Verhältniß von Angebot und Nachfrage zwischen den beiden Spekulationsparteien mehr oder weniger allein die Bestimmung der Höhe des Reportzinsfußes überlassen bleibt. Nicht selten haben alsdann die Reportsätze eine horrende Höhe erreicht, es wird des öfteren von 20 bis 30 %, ja zuweilen von 40—50 % berichtet.

Die Höhe des Reportsatzes wird im einzelnen auch bestimmt durch die Größe des Risikos, das der betreffende Besitzer von Geld oder Effekten event. mit Abschluß eines Reportgeschäftes eingeht.

Hat z. B. das Papier, welches reportiert werden soll, einen anerkannt spekulativen Charakter, so wird durchweg ein etwas höherer Reportsatz vereinbart werden, als bei einem ruhigen Papier. Dieses wird um so mehr der Fall sein, wenn der betreffende Spekulant keinen allzu großen Kredit genießt, da der Reporteur bei einem möglichen größeren Verluste des Spekulanten ganz empfindlich in Mitleidenschaft gezogen werden kann. Besonders wenn zur Zeit einer starken Hausse das Geld knapper wird und hohe Reportsätze auf den Markt kommen und die Marktlage eine unsichere und kritische zu werden beginnt, wird man sich die reportierenden Haussiers genau auf ihre Kreditwürdigkeit ansehen, denn bei den meist nur beschränkten Mitteln der Spekulation erscheint es oft fraglich, ob sie für den Fall größerer Verluste imstande sind, die für sie etwa entstehenden Differenzen zu begleichen. Dieses hat nach Michaelis (Volksw. Schriften 2) einerseits zur Folge, daß die Reportsätze eine Höhe erreichen, zu

welcher andere Formen des Zinssatzes am offenen Markte selten oder nie gelangen, andererseits, daß ein marktgängiger Zinssatz für Reports kaum mehr anzugeben ist. Ist jedoch die Persönlichkeit des Spekulanten unbedingt sicher, so werden ihm im Reportgeschäft die weitgehendsten Kredite entgegengebracht. In solchem Falle ist es dann dem Reporteur auch meist völlig gleichgültig, welche Papiere er hereinnimmt. Oft erfährt er erst 8 Tage später, welche Papiere er eigentlich durch das Reportgeschäft erworben hat.

In seiner „Handelskrisis von 1873" sagt Neuwirth: „Manche (Reporteure) hantierten als Reportwucherer so meisterhaft, daß sie, je nachdem sie die Schnur stärker oder schwächer anzogen, an dem einen Tage Geldnot, an dem anderen Tage Geldüberfluß zu erzeugen vermochten." Das ist entschieden übertrieben. Nach der Höhe der Beteiligung der Effektenbanken an den monatlichen Reportierungen zu urteilen, dürften die monatlichen Umsätze im Reportgeschäft unter Umständen wohl bis zu einer Milliarde heranreichen. Die Geldmanöver einzelner Kapitalisten spielen doch wohl gegenüber solchen riesenhaften Summen keine Rolle. Eine willkürliche Beeinflussung des Geldmarktes und damit der Reportsätze seitens einzelner Kapitalisten scheint danach ausgeschlossen.

Selbst der Kredit-Mobilier war zu einer nennenswerten Einwirkung auf die Höhe der Reportsätze nicht imstande, obgleich er als die erste große Effektenbank ohne Konkurrenz das Reportgeschäft im Großen betrieb. In seinem Gründungsprogramm hatte er allerdings verkündet, daß er sein Hauptbestreben darauf richten werde, durch reichliche Beschaffung von Reportmitteln die Reportsätze herabzudrücken. In seinem interessanten Bericht über den „Kredit-Mobilier" hat Aycard nachgewiesen, daß der Kredit-Mobilier hierzu nur in ganz unbedeutendem Maße imstande war.

Der Kredit-Mobilier wurde im December 1852 gegründet. Im Oktober und November 1852 waren die Reporttaxen im

Durchschnitt 18—20 % an der Pariser Börse gewesen. Dannn fielen die Reportsätze permanent:

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| Im | Dezember | 1852 | waren | sie ca. | 12,03 % |
| „ | Januar | 1853 | „ | „ „ | 8,25 „ |
| „ | Februar | „ | „ | „ „ | 5,22 „ |
| „ | März | „ | „ | „ „ | 5,04 „ |
| „ | April | „ | „ | „ „ | 4,78 „ |
| „ | Mai | „ | „ | „ „ | 3,87 „ |
| „ | Juni | „ | „ | „ „ | 5,94 „ |
| „ | Juli | „ | „ | „ „ | 3,42 „ |
| „ | August | „ | „ | „ „ | 3,30 „ |
| „ | September | „ | „ | „ „ | 3,19 „ |
| „ | Oktober | „ | „ | „ „ | 2,88 „ |
| „ | November | „ | „ | „ „ | 3,82 „ |
| „ | Dezember | „ | „ | „ „ | 2,85 „ |

Die Direktoren des Kredit-Mobilier behaupteten, daß es ihrer Gesellschaft zu verdanken sei, daß die Reportsätze so auffallend herabgegangen seien, so nämlich sprachen sie sich in der General-Versammlung vom 24. April 1854 aus. Aber nur bis zu einem gewissen Grade konnten sie dieses Verdienst für sich in Anspruch nehmen. Der Rückgang der Reportsätze rührte in der Hauptsache von anderen Ursachen her. Bis zur Gründung des Kaiserreiches herrschte allgemeine Hausse, bald nach Begründung desselben setzte die Baisse ein; mit anderen Worten: Bis zum Jahre 1853 gab es mehr Käufer, vom Jahre 1853 ab gab es mehr Verkäufer. An den Terminen am 15. and Ultimo des Monats bildeten die Verkäufer die Gegenpartei für die Käufer, die prolongieren wollten. Die reportierenden Baissespekulanten verlangen immer weniger Reportgeld als die reportierenden Kapitalisten, da sie zufrieden sind, ihre Baissestellung aufrecht erhalten zu können. Das war der wahre Grund für das Weichen der Reportsätze.

Im November 1855 trat an der Pariser Börse eine Kurssteigerung ein. Französische Rente stieg um mehrere

Prozent. Da ereignete es sich, daß es plötzlich an Reportgeldern mangelte. Die Reportsätze stiegen in außerordentlicher Weise. Reportgeld für Kredit-Mobilier-Aktien z. B. kosteten 30—50 %. Wäre die „Banque de France“ nicht mit enormen Geldsummen eingesprungen, so hätte die November-Liquidation infolge des Mangels an Reportgeld zweifellos zu einer nicht unbedeutenden Geldkrisis geführt. Der Kredit-Mobilier versagt vollständig, er war nicht imstande, dem Geldmangel abzuhelfen. Diese Tatsache stimmt wenig zu den Aeußerungen der Direktoren auf der General-Versammlung im Jahre 1854, wo man behauptet hatte, der Kredit-Mobilier habe im vergangenen Jahre (1853) durch seine Beteiligung die Reportsätze geregelt.

Auch im Jahre 1856 dauerte der Mangel an Reportgeld an, und die Reportsätze behaupteten eine enorme Höhe, dergestalt, daß in den ersten Monaten des Jahres 1856 die durchschnittlichen Reporttaxen 29—30 % p. a. betrugen. Wo blieb der Einfluß des Kredit-Mobilier, der mit prahlerischen Worten versprochen hatte, dafür zu sorgen, daß die Reportsätze in vernünftigen Grenzen blieben?

## § 6. Das Wesen der Reportsätze.

Über das Wesen der Reportsätze herrschen die verschiedenartigsten Meinungen. Die oberflächlichste Anschauung ist wohl diejenige, die sich damit begnügt, festzustellen, daß beim Reportgeschäft eine Kombination von Ankauf und Verkauf vermittels zweier Termingeschäfte stattfindet und daß der Kursunterschied einmal einen Verlust, einmal einen Gewinn des Spekulanten darstellt. Diese Erklärung erblickt im Reportgeschäft irrtümlicherweise ein spekulatives Handelsgeschäft (vergl. § 9) und verkennt vollständig den volkswirtschaftlichen Zweck des Reportgeschäftes. Wieder andere versuchen über die Schwierigkeit einer genaueren Erklärung hinwegzukommen, indem sie für Report und Deport neue Ausdrücke setzen, wie Prämie,

Vergütung, Lohn, Miete usw. Diese Ausdrücke sind für eine nicht eingehende Erklärung des Reportgeschäftes unter Umständen praktisch und anschaulich, über ihre Berechtigung z. B. Miete läßt sich streiten. Den Mangel einer Erklärung des Wesens des Reports resp. Deports können sie indessen nicht ersetzen.

Man muß beim deutschen Reportgeschäft zunächst unterscheiden zwischen Report und Reportsatz. Der Reportsatz stellt die ganze Vergütung dar, die der Geldgeber für die hingegebene Geldsumme empfängt und setzt sich zusammen aus Report und Stückzinsen. Hier können natürlich nur die Reportsätze interessieren. In dem früher angegebenen Rechnungsbeispiele wurde gezeigt, wie in den Reportsätzen lediglich die Zinsen zum Ausdrucke gelangen, die für die seitens eines der beiden Kontrahenten im Reportgeschäft regelmäßig hingegebene Geldsumme vergütet werden.

Der Reportsatz ist eine eigene neue Form des Zinsfußes, der den übrigen Formen des Zinsfußes wie dem Diskonto und dem Rentenzins zur Seite gestellt werden kann. Was ihn hauptsächlich von dem üblichen Zinsfuß unterscheidet, ist seine ausschließliche Bestimmung für einen bestimmten Zweck. Während gewöhnlich Zinsen gezahlt werden für Kapitalien, die dem Kreditnehmer zu beliebigem Gebrauche überlassen werden, erscheint der Report als Zins für Kapitalien, die lediglich zum Zwecke der Reportierung verwendet werden. Der Reportsatz ist eine eigenartige Form des Zinsfußes, der seine unbedingte Abhängigkeit von den im allgemeinen für die Bestimmung der Höhe eines Zinsfußes gültigen Faktoren des Angebotes und der Nachfrage von Kapitalien abgelegt hat, aber infolge seiner innigen Verknüpfung mit der Spekulation den Einflüssen des spekulativen Effektenhandels, Nachfrage und Angebot von Effekten usw. wie früher näher auseinandergesetzt wurde, preisgegeben ist. Infolgedessen zeigt der Reportsatz als Zinsfuß eine Reihe von Erscheinungen,

die bei den Formen des allgemeinen Zinsfußes selten oder gar nicht vorkommen.

Bei jedem Reportgeschäft findet eine Kreditgewährung nach zwei Seiten statt. Der eine Kontrahent verleiht Geld, der andere Effekten. Der Reportsatz erscheint immer in Verbindung mit der Geldsumme; er macht einen gewissen Prozentsatz dieser Summe aus. Während das Verhältnis von Angebot und Nachfrage von Geld der Bewegung des allgemeinen Zinsfußes für Gelddarlehen nur einen Spielraum von wenigen Prozenten gestattet, vermögen die auf die Höhe der Reportsätze einwirkenden Faktoren in viel stärkerem Maße das Steigen und Fallen der Reportsätze zu beeinflussen. Sie können unter Umständen so extrem hohe und niedrige Sätze hervorbringen, daß sie den Charakter des Zinsfußes zu verlieren scheinen.

Der Zinsfuß, zu dem sich die Reportierungen unter normalen Verhältnissen vollziehen, unterscheidet sich durchweg nur um wenige Prozent von dem allgemeinen Zinsfuß und hat daher für unsere Anschauungen vom Zinsfuß nichts Befremdliches. Wir finden es ganz natürlich, daß derjenige, der Geld sucht und Effekten anbietet, einen etwas höheren Zins berechnet bekommt, als der marktgängige Zins ausmacht, ebenso daß derjenige, welcher Geld anbietet und Effekten sucht, für sein Geld weniger Zinsen vergütet bekommt.

Ungewohnt erscheint uns nur, daß die Reportsätze, unter Umständen dergestalt hohe oder niedrige werden, wie wir es beim Zinsfuß nicht gewohnt sind. Der Haussier, der Geld zur Reportierung um jeden Preis braucht, zahlt oft die höchsten Reports, die einen enormen Zinsfuß (zuweilen bis zu 50, Neuwirth, Aycard) repräsentieren, während der marktgängige Zinsfuß vielleicht eine ganz mittelmäßige Höhe zeigt. Trotzdem läßt sich nicht leugnen, daß hier eine Form des Zinsfußes vorliegt, wenn er auch von der regulären Form des Zinsfußes erhebliche Unterschiede zeigt. Aber kommen nicht auch im täglichen Leben außergewöhnlich hohe Zinsen

vor? Es gehört nicht zu den Seltenheiten, daß jemand, der unbedingt Geld nötig hat, solches zu den härtesten Bedingungen aufnimmt und Zinsen bezahlt, welche die Höhe der Reportzinsen noch weit übertreffen, wie das z. B. beim Wucher der Fall ist. Niemand wird aber bestreiten, daß die Wucherzinsen die Eigenschaft eines Zinses haben. Analog bezeichnen daher viele nationalökonomische Schriftsteller (z. B. Neuwirth) das Nehmen hoher Reportzinsen als Reportwucher.

Eine umgekehrte Bewegung zeigt dagegen der Zinsfuß beim Reportverfahren, wenn der Baissier um jeden Preis Geld anbietet, um nur die zur Reportierung benötigten Effekten zu erlangen. Er wird sich eventuell mit einer ganz geringfügigen Verzinsung begnügen müssen, vielleicht muß er zu der hingegebenen Summe noch eine prozentuale Vergütung (Deport) hinzuzahlen, um nur die Reportierung bewerkstelligen zu können; statt Zinsen zu empfangen, muß er noch zahlen, es entstehen für ihn „negative Zinsen", wenn wir die prozentuale Vergütung, die der Geldgeber gewöhnlich empfängt, positive Zinsen nennen. Indessen widerspricht es dem allgemeinen Sprachgebrauche in diesem Falle noch von Zinsen zu sprechen, man hilft sich daher über diese Schwierigkeit hinweg, indem man Umschreibungen anwendet. Man spricht von einer Prämie, Vergütung usw., die der Baissier noch zu dem hingegebenen Gelde zahlen muß. Von wirklichen Zinsen sprechen wir nur so lange, als der Baissier (Geldgeber) eine wenn auch nur ganz geringe prozentuale Vergütung für seine Geldsumme empfängt. Will man konsequent sein, so muß man in der Theorie den Begriff der „negativen Zinsen" einführen für den Fall, daß der Baissier noch eine wirkliche Vergütung zahlen muß.

Zu bemerken ist, daß nicht immer, wenn ein Deport besteht, der Fall der „negativen Zinsen" vorliegt, da der Baisier für den betreffenden Monat als Besitzer der hereingegebenen Effekten die Stückzinsen bezieht. Nur wenn der Deport die Höhe dieser Stückzinsen übertrifft, muß der Baissier

in Wirklichkeit eine Vergütung zahlen. Man wird daher, um festzustellen, ob der Baissier im Falle des Deport wirklich eine Vergütung bezahlt hat, sich jedesmal fragen müssen, zu welchem Zinssatz wurde reportiert?

Das Vorhandensein eines Zinsfußes im Report läßt sich daher auch nicht leugnen für die Fälle, in denen der Baissier für sein Geld entweder nur eine geringe oder gar keine Vergütung bekommt, oder noch eine Vergütung hinzuzahlen muß.

Uebrigens ist die Erscheinung, daß Jemand für eine Geldsumme, deren er sich begiebt, nur eine außerordentlich geringe Vergütung an Zinsen empfängt oder sogar noch eine solche hinzugeben muß, nicht allein dem Reportgeschäft eigen; sie findet sich auch sonst im Geldverkehr vereinzelt unter dem Drucke gewisser Umstände vor. Daß Jemand z. B. eine Summe, die er unbedingt sicher angelegt wissen will, einer anderen Person gegen eine ganz geringe Vergütung oder sogar unentgeltlich zur Verfügung stellt, können wir noch heute beobachten; ebenso ist es heute noch in kritischen Zeiten nicht selten, wie es in früheren besonders unsicheren Jahren vielfach üblich war, daß bei solchen Geldern nicht allein auf jede Verzinsung verzichtet, sondern im Gegenteil noch eine Vergütung hinzugezahlt wird.

Die großen Gegensätze der hohen und niedrigen Reports (Deports), die dem Zinsfuß im Reportgeschäft einen dem marktgängigen Zinsfuß unmöglichen Spielraum gewähren, sind dem Reportgeschäft eigenthümlich, können aber nicht den Reportsätzen den Charakter des Zinsfußes nehmen.

Der Reportsatz ist eine selbständige Form des Zinsfußes, der den übrigen Erscheinungsformen des Zinsfußes, dem Diskonto und dem Landeszinsfuß z. B., zur Seite gestellt werden kann.

Eine Vergleichung dieser drei Erscheinungsformen des Zinsfußes wird zeigen, daß dieselben, wenn sie sich auch ver-

schieden äußern, doch in ihren Grundzügen übereinstimmen und eine Wechselwirkung zwischen ihnen sich nachweisen läßt.

Der Report ist am nächsten dem Diskont verwandt, weil beide einen Zinsfuß für nur vorübergehend angelegte Kapitalien darstellen. Aber er ist viel empfindlicher und schwankender als der Diskont, der an sich schon einen empfindlicheren Wertmesser des Geldmarktes als der schwerfällige, nur in großen Perioden sich bewegende Rentenzins bildet. Mit Bezug hierauf sagt Michaelis (Handelskrisis 1857): Die Abweichungen des Reports vom Diskont rühren von seiner Verbindung mit mehr oder weniger gefährlichen Börsenoperationen her. „Da aber gleichzeitig der Spekulationshandel wegen seiner Abhängigkeit von Phantasie, Spielleidenschaft und vager Berechnung den stärksten Schwankungen unterliegt und sich oft in dem Umfange seiner Operationen durch das vorhandene Kapital und die vorhandenen Waren nicht beschränkt glaubt, so giebt es keinen Preissatz, der größeren Schwankungen unterläge, als der Reportsatz."

Im Gegensatz zum Report zeigt der Diskontsatz daher eine verhältnißmäßig ruhigere Bewegung, da er hauptsächlich nur abhängig ist von dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Geldmarkte. Aber auch er unterliegt täglichen Schwankungen, die oft nicht unerheblich sind, was sich daraus erklärt, daß die im Diskontgeschäft nur vorübergehend angelegten Gelder eine permanent flottirende Masse bilden und der Zu- und Abfluß dieser kurzfristigen Kapitalien ein stets wechselnder ist.

Wesentlich stetiger ist der Rentenzins (Landeszinsfuß). Er ändert sich nur in großen Perioden. (Conrad: Grundriß I). Während der Landeszinsfuß in Deutschland etwa 4 % beträgt, vor 25 Jahren noch 5 % war, ist der Diskont im letzten Dezennium zwischen $1^1/_2$ und 5 % hin- und hergependelt und war im großen Durchschnitt nur wenig über 3 %. Diese Verschiedenheit ist darauf zurückzuführen, daß es sich bei der Feststellung des Landeszinsfußes um ganz

andere Kapitalien und Kapitalisten handelt, als diejenigen sind, die für den Diskont maßgebend sind. Beim Diskont kommen in Betracht die sog. Betriebskapitalien, die aus dem laufenden Geschäftsbetriebe stammen und nur vorübergehende Anlage suchen, während es sich beim Rentenzins um stehende Kapitalien handelt, die dauernd zinsbringend angelegt werden sollen. Im ersteren Falle treten die Geschäftsleute mit ihrem flüssigen Betriebskapital, im anderen Falle die Rentner mit ihren langfristigen Kapitalien als Geldgeber auf.

Diese drei Erscheinungsformen des Zinsfußes zeigen somit grundverschiedene Züge, die sich daraus ergeben, daß die Natur der bei ihnen in Betracht kommenden Kapitalien eine verschiedene ist und diese Kapitalien von den verschiedenartigsten Personen zu verschiedenartigsten Zwecken hergegeben und genommen werden. Das einzige Gemeinsame, das sich von allen diesen Zinsformen abstrahiren läßt, ist, daß in allen drei Fällen Kapital gegen vorherige Ausbedingung einer Vergütung kreditirt wird.

Trotz der großen Verschiedenheit dieser Zinsformen läßt sich eine unter ihnen bestehende Wechselwirkung nachweisen.

So besteht eine gewisse Abhängigkeit zwischen dem Verkehr in langfristigen und kurzfristigen Kapitalien resp. zwischen dem stehenden und umlaufenden Kapital. Der Handelsverkehr hat nämlich Formen erfunden, durch die eine Ueberbrückung des Verkehrs in beiden Arten von Kapitalien herbeigeführt wird. Einerseits sind es die großen Kreditinstitute, welche langfristige Kapitalien aufnehmen und sie als flüssige Gelder wieder in den Verkehr bringen, andererseits ist durch die vorübergehende Anlage in leicht verkäuflichen Wertpapierer, Aktien und Obligationen Gelegenheit gegeben, fortwährend flüssiges Kapital wirthschaftlich ebenso wie stehendes Kapital zu verwenden; indem nämlich das Betriebskapital, welches durch Verkauf der Effekten aus der betr. Unter-

nehmung herausgezogen wird, gleich wieder durch neues umlaufendes Kapital ersetzt werden kann.

Ist nun das Angebot von Geld auf dem Diskontmarkte größer als die Nachfrage, und hält dieser Zustand längere Zeit an, so daß der Diskontsatz permanent weicht, so wird ein Teil derjenigen, welche flüssige Kapitalien anbieten, diese lieber vorübergehend in Wertpapieren anlegen. Die Preise dieser Papiere werden naturgemäß steigen und infolge dessen ihre thatsächliche Verzinsung, der Rentenzins, geringer. Ein Zurückgehen des Diskontsatzes hat eine Verringerung des Rentenzinsfußes zur Folge.

Umgekehrt kann auch der Fall eintreten, daß auf dem Kapitalmarkte das Angebot langfristiger Kapitalien die Nachfrage überwiegt. Wertpapiere werden gesucht und steigen im Kurse. Infolge dessen sinkt verhältnißmäßig der Rentenzins. Für viele Kapitalbesitzer wird es daher vorteilhafter sein, entweder direkt durch eigene Beteiligung am Diskontgeschäft oder auf dem oben angedeuteten indirekten Wege seine Kapitalien dem Geldverkehr zuzuführen. Der Diskontoverkehr erhält hierdurch einen verstärkten Zufluß von Kapitalien; die Folge wird sein, daß der Diskontsatz fallen wird und somit dieselbe Bewegung wie der Rentzins, nur noch vielleicht in heftigerer Weise, ausführen wird.

Dieselbe parallele Bewegung zwischen Diskont und Rentenzins vollzieht sich natürlich, wenn auf dem Diskontmarkte Geldmangel und ebenso wenn auf dem Kapitalmarkte Geldmangel entsteht.

Nicht so leicht als zwischen Diskont und Rentenzins ist die Wechselwirkung zwischen Diskont und Reportsatz zu erkennen. Hier tritt das bei der Bestimmung des Reports vorherrschende speculative Moment dazwischen und bewirkt, daß der Report sich oft lange Zeit hindurch völlig verschieden vom Diskont gestaltet. Die Erfahrung lehrt, daß nicht immer steigende Diskontsätze steigende Reportsätze zur Folge haben und umgekehrt. Im Gegenteil zur selben Zeit,

wo am Diskontmarkt das Geld äußerst knapp ist, können auf dem Effektenmarkte Gelder zu Reportzwecken angeboten sein und die Prolongation kann gleichzeitig zu den niedrigsten Reportsätzen vor sich gehen. Dieses hat seinen Grund darin, daß die Spekulation sich in ihren Operationen nach der jeweiligen Lage des Geldmarktes resp. dem Stande des Diskontsatzes richtet. Erhöhte Diskontsätze schrecken die Spekulanten vor weiteren Haussespekulationen zurück, sie schränken ihre Engagements à la hausse nach Möglichkeit ein, sie schlagen vielleicht sogar in das Gegentheil um und spekulieren à la baisse, so daß sich die Prolongation zu mäßigen Sätzen vollzieht, trotz der erhöhten Diskontsätze. Sobald aber die Furcht vor Geldknappheit in der Spekulation gehoben ist, setzt die Hausseströmung wieder ein, und es entstehen Reports, die den erhöhten Diskontsätzen entsprechen.

Die Bewegungen der drei betrachteten Erscheinungsformen des Zinsfußes stehen somit in einem inneren Zusammenhange, den man bei nur oberflächlicher Betrachtung anzunehmen, kaum geneigt war. Langsam und nur in großen Zeitabschnitten geht der Rentenzins den Bewegungen des Diskonto nach, empfindlich und leicht beweglich folgt der Reportsatz jeder Bewegung des Diskontsatzes, nicht in geraden Linien, sondern im vielfach verschlungenen Zick-Zack, indem die mit dem Report verbundene Spekulation die Bewegung des Diskontsatzes scharf im Auge hat, und mit Rücksicht auf seinen jeweiligen Stand sich engagiert. Sehr schön sagt Michaelis: „Der leicht bewegliche und unregelmäßig schwankende Report steht zu dem Diskonto in ähnlichem Verhältnisse wie der Umlauf der Kometen zu den Planeten. Die Bahnen jener sind so excentrisch und unterliegen so mannigfachen Perturbationen, daß ihr Zusammenhang mit dem Sonnensystem nicht oft erkennbar ist. Sie kehren aber dennoch immer wieder zur gemeinsamen Sonne zurück."

## § 7. Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Reportgeschäftes.

Das Reportgeschäft ist eines der wichtigsten Börsengeschäfte. Wegen seiner komplizierten Form wird es von solchen Personen, die nur hin und wieder Börsengeschäfte abschließen, wohl kaum benutzt. Es ist in erster Linie für diejenigen Börsenbesucher bestimmt, die man gewöhnlich als Börsenspekulanten bezeichnet. Seine Vorteile kommen hauptsächlich diesen Personen zu gute, die fortwährend in Spekulationsgeschäfte aller Art verwickelt sind. Das Reportgeschäft bildet eine Unterstützung und Begünstigung der berufsmäßigen Börsenspekulation. Ohne Sorge kann der Spekulant die kühnsten Termingeschäfte eingehen, weiß er doch, daß für den Fall, daß er bis zum Ultimo nicht mit Gewinn sein Engagement lösen, das Reportgeschäft ihm ein Mittel an Hand giebt, seine Verpflichtungen am Ultimo zu erfüllen und ihm Zeit gewährt, zur endgültigen Beendigung seiner Spekulation einen günstigeren Termin abzuwarten.

Das Reportgeschäft empfiehlt sich dem Spekulanten durchweg als das billigste und bequemste Mittel zur Verlängerung seiner Spekulation. Gäbe es kein Reportgeschäft, so müßte der Spekulant, im Falle daß seine Spekulation nicht geglückt ist, entweder mit Verlust den mit Abschluß seines Geschäftes eingegangenen Verpflichtungen nachkommen, oder seinen Kontrahenten darum angehen, ihm den Termin für die Erfüllung seines Geschäftes hinauszuschieben; er wäre auf eine direkte Prolongation mit seinem Kontrahenten hingewiesen, (wie sie unter dem Namen „echte oder reine Prolongatian" auch in Form des Reportgeschäftes vorkommt. Vergl. § 3). In diesem Falle wäre der Spekulant ganz der Willkür seines Kontrahenten preisgegeben, da dieser am Ultimo nur unter harten Bedingungen von seinem Rechte zu fordern resp. zu liefern abstehen würde.

Dem Spekulanten stehen eventuell noch zwei andere Wege zur Fortsetzung seiner Spekulation am Ultimo offen. Das am Ende eines Monats zur Abnahme der gekauften Effekten notwendige Geld kann der Spekulant sich zum größten Teile dadurch besorgen, daß er die abgenommenen Effekten etwa bei einer Bank lombardiert; aber er empfängt hier, wie bemerkt, nur einen Teil der benötigten Summe, weil die Banken die Effekten nur bis zu einem gewissen Prozentsatze beleihen (in der Regel bis zu 60—70% des Effektivwertes). Den Rest müßte der Spekulant außer seinem Verluste noch aus eigener Tasche hinzuzahlen. Hierzu aber ist der Spekulant durchweg nicht imstande, da bei den gewaltigen Summen, in denen sich seine Spekulationen durchweg bewegen, diese Zuschüsse einen großen Umfang annehmen würden. Außerdem hat diese Weise, eine Spekulation zu prolongieren, den Nachteil, daß sie nur für die Haussespekulation geeignet ist. Der Haussier kann sich das am Ultimo benötigte Geld im Wege des Lombarddarlehens bei jeder Bank beschaffen; wer aber leiht dem Baissier die Stücke, die er am ultimo abliefern muß? Institute, die ein Geschäft voraus machen, Effekten jeder Art zu verleihen, giebt es nicht.

Ein anderer Ausweg, seine Spekulation in derselben Richtung fortzusetzen, wäre es, wenn der Spekulant durch ein Kaufgeschäft per Ultimo des laufenden Monats das ursprüngliche Spekulationsgeschäft kompensierte und gleich darauf noch an demselben Börsentage durch ein zweites Kaufgeschäft per Ultimo des folgenden Monats seine frühere Spekulation fortsetzte. (Beispiel: A kauft per Ende Januar von B einen Posten Effekten, verkauft dieselben Ultimo desselben Monats an C und kompensiert damit die uursprüng-Spekulation. Gleichzeitig kauft er von D per Ende Februar denselben Posten Effekten und stellt damit die ursprüngliche Spekulation wieder her). Dieses Verfahren würde für den Spekulanten große Nachteile in sich schließen. Zunächst werden ihm dadurch, daß er zwei getrennte Kaufgeschäfte ab-

schließt, auch entsprechende Unkosten entstehen. Für jedes Kaufgeschäft muß er Stempel, Courtage (und ev. Spesen) bezahlen. Außerdem entsteht zwischen Kauf per diesen und Verkauf per folgenden Monat (oder umgekehrt) immer eine Differenz, die oft ganz erheblich ist und somit die Prolongationsunkosten bedeutend vermehren würde. Dazu kommt, daß eine solche Art zu prolongieren völlig dem Risiko der Spekulation ausgesetzt ist. Nimmt man z. B. an, daß eine größere Anzahl von Spekulanten, die in derselben Richtung engagiert sind, am Ultimo ihre Spekulation auf diese Weise fortsetzen wollen, so würde z. B. infolge starken Angebotes per Ende des laufenden Monats der Kursstand gedrückt und gleichzeitig durch verschärfte Nachfrage per Ultimo des folgenden Monats der Kurs in die Höhe geschraubt werden. Die durch die verschärfte Konkurrenz sich immer mehr erweiternde Differenz zwischen beiden Kursen kann dann eine solche Höhe annehmen, daß der Spekulant auf eine Prolongation lieber verzichten würde.

Welche Vorteile bietet dagegen das reguläre Reportgeschäft dem Spekulanten, der sein Termingeschäft prolongieren will! Eine große Erleichterung bietet ihm das Reportgeschäft zunächst dadurch, daß beide Käufe, sowohl der Kompensationskauf, in Form eines einzigen Kaufgeschäftes mit einer und derselben Person abgeschlossen werden. Hierdurch vereinfacht sich der ganze Vorgang bedeutend. Dieses Dazwischentreten dritter Personen zum Zweck der Vermittelung der Prolongation, der Reporteure, hat des weiteren für den Spekulanten den Vorteil, daß er nicht allein auf seinen ersten Kontrahenten angewiesen ist. Wenn der Reporteur ihm günstige Bedingungen anbietet, wird er sich natürlich der Vermittelung dieser Zwischenperson bedienen. Zwischen dem Reporteur und seinem ersten Kontrahenten entsteht eine Konkurrenz, die nur zu Gunsten des prolongierenden Spekulanten ausfallen kann. Noch vorteilhafter gestalten sich für diesen die Reportverhältnisse dadurch, daß auch die Reporteure sich einander Konkurrenz machen,

sodaß der Haussier im Reportgeschäft für die zur Prolongation nothwendigen Gelder durchweg weniger an Reportzinsen zahlt, als er an Zinsen bezahlen würde, wenn er sich das Geld vermittels eines Lombarddarlehens von einer Bank besorgt hätte. Die Banken verlangen außer einem gewissen Provisionssatze meist 1% Zinsen mehr für ausgeliehene Gelder, als der Reichsbankdiskonto beträgt, während die Reportsätze an der Börse für den Haussier durchweg nur ein geringes mehr betragen, als der Privatdiskont ausmacht, der doch immer noch etwas niedriger ist als der Bankdiskont.

Außerdem empfängt der Spekulant für die im Reportgeschäft hingegebenen Effekten die ganze Wertsumme, während die Banken die Effekten nur theilweise beleihen und den Rest zur Deckung zurückhalten. Diese Effektivsumme giebt den momentanen Wert des Papieres ziemlich genau wieder, da ihrer Berechnung der Liquidationskurs zu Grunde liegt. Uebrigens ist die Höhe dieses Abrechnungskurses für das Reportgeschäft von keiner Bedeutung, da das Reportgeschäft für sich betrachtet keinen spekulativen Charakter hat; ob die Reportierung beispielsweise zu einem Kurse von 120 oder 150 % vor sich geht, kann dem Spekulanten mit Rücksicht auf das Reportgeschäft gleichgültig sein, da beide Käufe zu demselben Kurse geschehen und beide Beträge, abgesehen von dem Report-Zuschlage resp. -Abschlage, sich doch ausgleichen. Dieser gleichzeitige Abschluß der beiden Käufe im Reportverfahren zu einem einheitlichen Kurse macht das Reportgeschäft von jeder spekulativen Kursbewegung unabhängig. Der Spekulant dagegen, der dadurch prolongirt, daß er zwei entgegengesetzte Käufe mit zwei verschiedenen Personen abschließt, ist bei der Prolongation seines Geschäftes den Kursschwankungen unterworfen. Hervorzuheben ist noch, daß das Reportgeschäft für den prolongierenden Spekulanten den Vortheil der Billigkeit hat. Die zwei im Reportgeschäft enthaltenen Käufe gelten als einziges Kaufgeschäft, dementsprechend stellen sich die Unkosten für Stempel, Courtage usw. natürlich auf die

Hälfte. Das Reportgeschäft ist infolge seiner Zusammensetzung aus zwei Käufen entgegengesetzter Art am besten geeignet, den verschiedenartigsten Ansprüchen der Spekulation zu dienen und sowohl die Prolongationsbedürfnisse der Haussiers wie der Baissiers zu befriedigen. Ein einziges Reportgeschäft kann die Prolongation zweier entgegengesetzter Spekulationen enthalten. Dieser Fall tritt ein, wenn Haussier und Baissier mit einander reportieren. Der eine ist dann der Reporteur des anderen. Dadurch, daß er dem anderen die Prolongation seines Geschäftes ermöglicht, kann er gleichzeitig seine eigene Spekulation fortsetzen. Das Reportgeschäft ist für den Börsenverkehr unentbehrlich und wird zur Prolongation von Termingeschäften allgemein benutzt. Wenn, was nicht selten der Fall ist, die Prolongation eine echte ist (wenn also der Spekulant mit seinem Kontrahenten ohne Benutzung eines Reporteurs direkt prolongiert), so bedient man sich ebenfalls des Reportgeschäftes und der Reportsatz richtet sich nach den am Markte allgemein zur Anwendung gebrachten Reportsätzen. Wie später durch Zahlen nachgewiesen werden wird, finden im Reportgeschäft an der Börse überraschend große Umsätze statt, die das beste Zeugniß ablegen von der hohen Bedeutung, die das Reportgeschäft für den spekulativen Börsenverkehr in Effekten hat. Mit Recht nennt daher Guillard (Les opérations de la bourse) das Reportgeschäft den Schlüssel zum System der Börsengeschäfte.

Die wichtigste Funktion des Reportgeschäftes besteht darin, dem Spekulanten die Prolongation seiner Termingeschäfte zu besorgen. Ihr verdankt das Reportgeschäft seine Existenz und fortdauernde Bedeutung. Die Vorteile, die es mit sich bringt für die Besitzer von disponiblen Geldern und Effekten, für den gesammten Effektenmarkt, die Preisbestimmung usw., sind sekundärer Art, aber auch sie besitzen eine nicht zu unterschätzende Bedeutung.

Der Umstand, daß sich diejenigen, die vorübergehend über größere Summen von Geld und Effekten verfügen, in

großer Zahl anbieten, um sie dem Spekulanten zu Reportzwecken zur Verfügung zu stellen, und die Konkurrenz, die sie sich in diesem Bestreben untereinander machen, weist schon darauf hin, daß das Reportgeschäft ihnen großen wirtschaftlichen Nutzen bringen muß. In der Tat bietet sich dem Besitzer von Geld und Effekten wohl kaum irgendwo eine so gute Gelegenheit, seine Vorräte, die er nur vorübergehend anlegen kann und will, in so günstiger Weise zu verwerten, als im Reportgeschäft. Derjenige, der auf kurze Zeit Gelder disponibel hat, findet nirgendwo eine so vorteilhafte, kurzfristige Anlage, als im Reportgeschäft. Während überall der Grundsatz herrscht, je kürzer die Leihfrist, desto kleiner der Zinssatz (wie z. B. im Check- und Depositenverkehr der Banken), ist es beim Reportgeschäft gerade umgekehrt. Je kürzer hier die Prolongationsfrist, desto höher ist der Report. Ganz abgesehen davon, daß es überhaupt einem Kapitalisten schwer fallen dürfte, für eine kurze Zeit sein Geld zinsbringend anzulegen, bietet ihm das Reportgeschäft außergewöhnlich hohe Zinsen. Dieser Grund ist es auch, der die Kapitalisten veranlaßt, sich in großem Umfange an den Reportierungen zu beteiligen. Jeder Liquidationstermin (Guillard: Les opérations de la bourse) zieht daher „Hunderte von Millionen auf die Börsenplätze des Kontinents, welche die Liquidation der Termingeschäfte erleichtern helfen".

Ebenso bietet das Reportgeschäft den Besitzern von Effekten hervorragende Vorteile. In der Regel ist der Inhaber von Wertpapieren lediglich auf den Genuß von Effektenzinsen angewiesen, und zumeist begnügt er sich auch hiermit. Das Reportgeschäft giebt ihm jedoch die Möglichkeit, durch vorübergehende Hingabe seiner Effekten an einen prolongierenden Spekulanten einen höheren Gewinn zu erzielen, als der bloße Zinsgewinn beträgt: Gegen Hingabe der Effekten empfängt er von dem Spekulanten eine entsprechende Geldsumme, für die er durchweg einen ganz geringen Zins zahlt. Dieses Geld wird er selbstverständlich möglichst rasch zu ver-

werten suchen, wozu ihm das Diskontgeschäft hinreichende Gelegenheit bietet. Natürlich wird der Effektenbesitzer sich auf ein solches Geschäft nur einlassen, wenn der Report, den er an den Spekulanten zahlt, so gering ist, daß der Diskont ihm noch einen Gewinn gewährt, der größer ist als die Stückzinsen, auf die er verzichtet, solange er im Besitze der Geldsumme ist. Der Gewinn des Effektengebers ist oft recht bedeutend, denn es kommt nicht selten vor, daß er von dem Spekulanten zu der zinslos überlassenen Geldsumme noch eine Vergütung in Gestalt eines Deport empfängt, sodaß sein Gewinn sich zusammensetzt aus doppelten Zinsen, dem Deport und dem Diskonto.

Es leuchtet ein, daß bei den großen Beträgen, um die es sich bei derartigen Börsengeschäften handelt, nur Kapitalisten, die über bedeutende Geld- und Effektenvorräte verfügen als Reporteure in Betracht kommen. Ferner müssen diese Kapitalisten zugleich Personen sein, die fortwährend selbst genau mit den Börsenverhältnissen vertraut sind und die Lage des Marktes beurteilen können; denn, obgleich das Reportgeschäft an sich kein Spekulationsgeschäft ist, sondern lediglich den Charakter eines Kreditgeschäftes zeigt, das Kapitalisten zur Erzielung hoher Zinsgewinne dient, so darf man doch nicht vergessen, daß die Grundlage, auf der es aufgebaut ist, nämlich das spekulative Termingeschäft, ein äußerst gefährlicher Boden ist. Die Personen, die heute noch großen Kredit genießen, können morgen infolge mißglückter Spekulationen plötzlich zahlungsunfähig werden. Es ist somit große Vorsicht und Erfahrung im Börsengeschäft notwendig für denjenigen, der sich mit der Kreditgewährung im Reportgeschäft befaßt. In der Tat macht man die Erfahrung, daß es durchweg nur eine gewisse Klasse von „Börsenern" ist, die auf die Erzielung von Reportgewinnen ausgeht. Teils sind es selbst Spekulanten oder Kapitalisten oder Banken oder auch andere Geld- oder Kreditinstitute, die nur vorübergehend Geld oder Effekten zu Reportierungen anbieten (die also nur vorüber-

gehend als Reporteure auftreten), teils sind es Kapitalisten, die ein Gewerbe aus der Darleihung von Geld und Effekten im Reportgeschäft machen (gewerbsmäßige Reporteure). Zur letzteren Kategorie von Reporteuren gehören vor allem die Kreditmobilierinstitute, in Deutschland die großen Effektenbanken. Die Bedeutung des Reportgeschäftes für die Effektenbanken soll in einem besonderen Kapitel dargestellt werden.

Nach dem Vorhergehenden ist man vielleicht geneigt anzunehmen, daß die Vorteile des Reportgeschäftes nur einem gewissen kleinen Kreise von Interessenten (Spekulanten und Reporteuren) zu gute kommen. Eine solche Ansicht jedoch wäre nicht richtig. Die Bedeutung des Reportgeschäftes erstreckt sich auf den Verkehr mit Wertpapieren in seiner Gesamtheit, vor allem auf die Regulierung der Preise. Bei der in der modernen Volkswirtschaft allgemein beliebten Anlage von Vermögensteilen in Effekten ist die Bestimmung der Preise resp. der Stand der Kurse von größter Bedeutung. Der großen Masse der Effektenbesitzer ist es in erster Linie um eine sichere Kapitalanlage und einen gleichmäßigen Zinsgenuß zu thun. Sie haben daher an einer möglichst ruhigen Lage des Effektenmarktes ein Interesse. Aufgabe der Spekulation ist es, durch Ausnützung der geringsten Kursschwankungen wilde Kursbewegungen zu verhindern und eine möglichst gleichförmige Kursentwickelung herbeizuführen. Die für die gesamte Volkswirtschaft wichtige Bedeutung des Reportgeschäftes besteht nun darin, daß sie diese Bestrebungen der Spekulation unterstützt. Der volkswirtschaftliche Nutzen der Spekulation ist vielfach verkannt worden. Dieselbe Funktion, die der Handel im wirtschaftlichen Verkehr dadurch ausübt, daß er die Vermittelung zwischen Produktion und Konsumtion herstellt, fällt der Spekulation im Verkehr mit Wertpapieren zu. Produzenten sind hier die Emissionsbanken, Konsumenten das Anlagesuchende Publikum. Zwischen beiden vermittelt die Börsenspekulation. Die Spekulation muß fortwährend über große Mittel verfügen, damit sie einerseits jeder Zeit, die

von den Emissionsbanken auf den Markt gebrachten Effekten aufnehmen kann, andererseits damit sie je nach vorliegender Nachfrage diese Effekten an das Publikum abgeben kann. Es leuchtet ein, daß, wenn ohne die Spekulation Produzent und Konsument direkt mit einander in Verbindung treten müßten, der Verkehr in Wertpapieren den wildesten Schwankungen ausgesetzt sein würde. Eine kräftige Spekulation dagegen, die über große Mittel an Geld und Effekten verfügt, ist leicht imstande, bei vermindeter Nachfrage Effekten zu behalten und bis zu einem günstigeren Zeitpunkte aufzusparen; andererseits kann sie bei erhöhter Nachfrage von ihren Effektenvorräten abgeben, ohne daß nur die Kurse infolge der veränderten Nachfrage sich erheblich verändern.

In dieser Funktion wird die Spekulation ganz erheblich unterstützt durch das Reportgeschäft, indem es auf das Halten von Vorräten an Geld und Effekten eine gewisse Prämie (Michaelis) in Gestalt des Reports setzt. Fortwährend werden vermittels des Reportgeschäftes enorme Effektenvorräte auf dem Markte zurückgehalten, sodaß eine Verschiebung in dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage noch keine oder nur ganz unbedeutende Veränderungen der Kurse hervorzurufen vermag. Das Reportgeschäft trägt auf diese Weise wesentlich mit bei zur Stabilisirung der Kurse.

Dadurch, daß das Reportgeschäft die Bildung von Effektenvorräten am Markte begünstigt, unterstützt es gleichzeitig die Börse in ihrer Eigenschaft als Warenmarkt, indem die durch das Reportgeschäft geschaffenen Effektenvorräte die „Sicherheit gleichmäßiger und ununterbrochener Bedarfsbefriedigung gewähren." (Michaelis, Volksw. Schr. 2.)

Es ist eine bekannte Tatsache, daß in Zeiten der Hausse oder der Baisse die Spekulation die Neigung hat, über ein vernünftiges Maß hinauszugehen, indem sie einmal in allzu optimistischer Auffassung der Geschäftslage eine Kurssteigerung weit über den inneren Wert der Papiere herbeiführt, ein anderes Mal in kopfloser Verzweifelung an einer Aufbesserung

der Kurse die Baisse in maßloser Weise forciert. Gleichzeitig mit dem Steigen und Sinken der Kurse geht eine entsprechende Veränderung in den am Markte befindlichen Effektenvorräten vor sich. Im Falle einer Hausse werden Effekten gekauft und abgenommen (d. h bar bezahlt), um später zu einem höheren Preise wieder abgesetzt zu werden. Es entsteht alsdann die Gefahr, daß die dem Markte so notwendigen Effektenvorräte der Börse entzogen werden und eine ungesunde Preissteigerung erfolgt, wie man solches bei der Kassaspekulation öfter beobachten kann. Hier ist es nun die Aufgabe des Reportgeschäftes, zu Gunsten einer gesunden Entwickelung der Haussebewegung einzugreifen. Infolge der allgemein vorgenommenen Kapitalanlage wird das Geld knapp. Es treten hohe und immer höhere Reportsätze auf. Dann wird es unter Umständen vorteilhaft, seinen Besitz an Effekten zu verkaufen und den Erlös im Reportgeschäft anzulegen. Dadurch erscheinen immer wieder Effekten auf dem Markte, sodaß man im Reportgeschäft eine Versicherung gegen völlige Entleerung des Marktes von Vorräten erblicken kann.

Gleichzeitig bewirkt das infolge der hohen Reportsätze erfolgte Angebot von Effekten ein Gegengewicht gegen die Hausseströmung. (Michaelis). Dadurch wird eine heftige, vor allem eine sprungweise Kurssteigerung verhindert (wie sie im Kassageschäft permanent vorkommt), und die Aufwärtsbewegung wird sich langsam und gleichförmig vollziehen.

Wenn die Kurse fallen, steht zu befürchten, daß eine Überschwemmung des Marktes mit Effekten eintreten wird und dadurch die Preise um so mehr gedrückt werden, sodaß ein ruckweises Fallen der Kurse stattfinden müßte. Aber die Konkurrenz unter den Mitgliedern der Baissepartei führt gegen Ultimo zu einer lebhaften Nachfrage nach Effekten zu Zwecken der Reportierung. Unter Umständen werden sogar hohe Deports erscheinen, die es für den Besitzer von Effekten vorteilhafter machen, seine Effekten zur Erzielung hoher Reportzinsen zu verleihen, als mit Verlust zu verkaufen. Dadurch

wird einer Vermehrung des Effektenangebotes entgegengewirkt und die Kurse werden so viel als möglich vor einem rapiden Preissturze bewahrt.

Diese Tendenz des Reportgeschäftes, die Kurse vor einem übermäßigen Fallen und Steigen zu schützen, läßt sich nicht in Abrede stellen, und es leuchtet ein, daß sie den Markt in der wohltuendsten Weise zu beeinflussen vermag.

## § 8. Das Reportgeschäft der großen Effektenbanken.

Das Reportgeschäft ist einer der wichtigsten Geschäftszweige der Effektenbanken. Das Reportgeschäft dient den Effektenbanken in erster Linie als Mittel zur Erzielung hoher Zinsgewinne. Sie treten an den Effektenbörsen als gewerbsmäßige Reporteure auf und machen dabei durchweg so gute Geschäfte, daß sie alljährlich einen verhältnißmäßig erheblichen Theil der Dividende aus ihren Reportgewinnen bezahlen können.

Das Reportgeschäft ist für die gesamte Geschäftsführung der Effektenbanken von höchster Wichtigkeit und ihnen besonders in ihrer Eigenschaft als Emissionsbanken unentbehrlich. Die Effektenbanken müssen vor allem darauf bedacht sein, ihre Mittel möglichst flüssig zu haben. Die enormen Barbestände, die sich oft in den Kassen der Banken ansammeln, dürfen nur so angelegt werden, daß sie leicht wieder disponibel gemacht werden können. Hier leistet nun das Reportgeschäft den Banken unschätzbare Dienste, indem es sich als ein vorzügliches Mittel zur vorübergehenden Kapitalanlage darbietet und gleichzeitig eine gute Verzinsung für überflüssige Kassengelder gewährt. Desgleichen tritt der Fall ein, daß an die Kasse einer Effektenbank plötzlich große Anforderungen gestellt werden. Reichen ihre Barbestände nicht aus, so wird sie aus ihren Effektendepots Stücke herausnehmen und an der Börse reportieren lassen. Hierdurch beschafft sie sich

leicht und billig Geld. Sowohl als Mittel zur Kapitalbesorgung wie als Mittel zur Kapitalanlage ist das Reportgeschäft für das Kassenwesen der Effektenbanken von großer Bedeutung.

Es wurde früher (vergl. § 5) gezeigt, daß die Effektenbanken, trotzdem sie über große Bestände an Geld und Effekten verfügen, wohl kaum in der Lage sind, auf die Entwickelung der Reportsätze des gesammten Marktes willkürlich einen nennenswerten Einfluß auszuüben. Indessen kann man nicht leugnen, daß es ihnen möglich ist, auf die Prolongation eines bestimmten Papieres einzuwirken. Dadurch, daß sie der Spekulation in einem gewissen Papiere, für das sie ein Interesse haben, Geld und Effekten zur Prolongation zur Verfügung stellen, können sie unter Umständen auf den betreffenden Reportsatz, sowie auf den Kursstand des Papieres einwirken. Wenn nämlich dank der Einmischung der Effektenbank sich die Prolongation in einem bestimmten Papiere ohne Schwierigkeiten vollzieht, wird die Spekulation leichter geneigt sein zu reportieren. Dadurch werden größere Verkäufe vermieden und damit ein Sinken des Kurses verhindert. Diese Möglichkeit, auf den Kurs eines gewissen Papieres einen Einfluß auszuüben, kommt den Effektenbanken in ihrem Emissionsgeschäft in vorzüglicher Weise zu statten. Die Neuemissionen einer Bank nämlich werden beurteilt nach ihren früheren Effektenemissionen. Jede Effektenbank hat somit ein natürliches Interesse an dem Kursstande der von ihr emittierten Effekten. Um nun den Kurssturz eines von ihr emittierten Papieres zu verhindern, wird eine Effektenbank nicht vor Opfern zurückschrecken und zur Not die Effekten entweder ohne Entgelt oder doch nur gegen einen geringen Entgelt hereinnehmen. Das Reportgeschäft der Banken erstreckt sich jedoch nicht allein auf die von ihnen emittierten Papiere, sondern vielmehr auf alle Papiere, speciell die sogenannten Spielpapiere. Unter Spielpapieren versteht man solche Effekten, in denen ein fortwährender spekulativer Handel an der Börse

stattfindet. „Sie haben ihren eigentlichen Platz nicht im Geldschranke der Kapitalisten, sondern an der Börse. Sie werden im allgemeinen Strome hin und her geworfen, nicht weil der Effektenhandel sie definitiv zu plazieren gedenkt, sondern weil sie gewissermaßen das notwendige Handwerkzeug der Effektenhändler sind, der Wertmesser und Wertbestimmer für andere Effekten." (Sattler: Die Effektenbanken). In dem Geschäft in den Spielpapieren kommt die Stimmung der Börse so recht zum Ausdruck, weshalb das Reportgeschäft in den Spielpapieren für die Effekten von großer Wichtigkeit ist. Aus dem Angebot von Reportgeldern oder der Nachfrage nach solchen, aus der Höhe der Reportsätze usw. läßt sich erkennen, ob Geldüberfluß oder Geldmangel an der Börse herrscht, ferner ob man für die Folgezeit mehr Vertrauen zur Hausse oder zur Baisse hat. Solches zu wissen ist für die Effektenbanken von hoher Wichtigkeit, da sie danach ihre Dispositionen betreffs Emissionen neuer Effekten und dergl. treffen können. Wegen der großen Bedeutung des Reportgeschäftes für das gesamte Effektengeschäft ist es auch erklärlich, daß die großen Effektenbanken durchweg ganz enorme Geldsummen im Reportgeschäft angelegt haben. Der Kredit-Mobilier, der das Vorbild für unsere heutigen Effektenbanken gewesen ist, ist bereits mit dem besten Beispiele vorangegangen.

Bei einem Aktienkapital von 60 Millionen Franks zeigten die Bilanzen (vergl. Aycard: Kredit-Mobilier):

| Im Jahre | Disponible Kapitalien | Beteiligung am Reportgeschäft |
|---|---|---|
| 1853 | Frks. 126 876 000 | Frks. 45 445 000 |
| 1854 | „ 123 291 000 | „ 67 353 000 |
| 1855 | „ 192 567 000 | „ 84 325 000 |
| 1856 | „ 176 316 000 | „ 75 780 000 |
| 1857 | „ 141 616 000 | „ 49 341 000 |
| 1858 | „ 141 636 000 | „ 39 836 000 |

| Im Jahre | Gewinn am Reportgeschäft | Gesamt-Bruttogewinn |
|---|---|---|
| 1853 | Frks. 1 300 000 | Frks. 6 250 000 |
| 1854 | „ 0 670 000 | „ 7 824 000 |
| 1855 | „ 1 336 000 | „ 28 082 000 |
| 1856 | „ 4 267 000 | „ 15 249 000 |
| 1857 | „ 0 700 000 | „ 7 133 000 |
| 1858 | „ — | „ 12 423 000 |

In den Bilanzen von 1858 ab werden die Gewinne im Reportgeschäft nicht mehr angegeben. In dem Eröffnungsprogramm des Kredit-Mobilier gelangte die an und für sich löbliche Absicht zum Ausdruck, die Gesellschaft wolle ihre Sorge darauf richten, die Börsenoperationen zu erleichtern durch die Ermäßigung der Zinsen für Prolongationen von einem Liquidationstermine zum folgenden. In Wirklichkeit hat der Kredit-Mobilier dergleichen ideale Bestrebungen nie gehabt. Vielmehr hatte er es abgesehen auf eine Beherrschung des Effektenmarktes und die Einstreichung hoher Reportzinsen.

Obige Zahlen zeigen, wie sehr das Reportgeschäft vom Kredit-Mobilier forziert wurde, und aus dem Verhältniß der Zahlen zu einander geht hervor, welche Bedeutung die Beteiligung und der Gewinn am Reportgeschäft für die Geschäftsführung des Kredit-Mobilier besaßen.

Die großen Berliner Effektenbanken (vergl. Model-Loeb: „Die großen Berliner Effektenbanken"), die in die Fußstapfen des Kredit-Mobilier getreten sind, haben nach dem Beispiele des französischen Instituts ebenfalls die Pflege des Reportgeschäftes angenommen.

Die Bilanzen von 1894 und 1895 zeigen z. B. folgende Ziffern:

| | (in Millionen Mark) | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | Tätiges Kapital | | Aktien-Kapital | | Anlage im Reportgeschäft | |
| | 1894 | 1895 | 1894 | 1895 | 1894 | 1895 |
| Deutsche Bank . . . . . | 445 | 556 | 75 | 100 | 56,5 | 51,4 |
| Diskonto-Gesellschaft . . . | 309 | 361 | 75 | 115 | 48,5 | 36,— |
| Dresdner Bank . . . . . | 255 | 312 | 70 | 85 | 48,6 | 41,— |
| Darmstädter Bank . . . . | 196 | 204 | 80 | 80 | 30,4 | 31,4 |
| Berliner Handelsgesellschaft . | 166 | 193 | 65 | 65 | 21,1 | 25,— |
| Nationalbank für Deutschland | 115 | 152 | 36 | 45 | 17,7 | 38,1 |
| | 1486 | 1778 | 401 | 490 | 222,8 | 222,9 |

| | Die Anlage im Reportgeschäft zeigte Prozent des tätigen Kapitals | |
|---|---|---|
| | 1894 | 1895 |
| Deutsche Bank . . . . . | 12,8 % | 9,24 % |
| Diskonto-Gesellschaft . . . . | 15,7 „ | 10,— „ |
| Dresdner Bank . . . . . | 19,07 „ | 13,13 „ |
| Darmstädter Bank . . . . . | 15,5 „ | 15,— „ |
| Berliner Handelsgesellschaft . . | 12,7 „ | 13,— „ |
| Nationalbank für Deutschland . | 15,4 „ | 26,— „ |
| durchschnittlich | 15,2 % | 14,4 % |

Die Summen, die seitens der großen Effektenbanken im Reportgeschäft permanent angelegt sind, haben, nach obigen Bilanzen zu urteilen, eine ganz erhebliche Höhe, und beweisen, daß das Reportgeschäft auch heutigen Tages noch eine wichtige Einnahmequelle für unsere großen Banken ist.

Wenn man angenommen hatte, daß das Börsengesetz vom 22. Juni 1896 nachteilig auf das Reportgeschäft einwirken würde, so müssen uns nachfolgende Zahlen (Jahrb. f. Nat. u. Stat. 3. F., 16 Bd.) eines anderen belehren.

(in Millionen Mark)

| | Tätiges Kapital | | Aktien-Kapital | | Anlage im Reportgeschäft | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 1896 | 1897 | 1896 | 1897 | 1896 | 1897 |
| Deutsche Bank . . . . . | 569 | 722 | 100 | 150 | 68,8 | 101,2 |
| Diskonto-Gesellschaft . . . | 366 | 359 | 115 | 115 | 23,4 | 27,4 |
| Dresdner Bank . . . . . | 368 | 433 | 85 | 110 | 34,5 | 51,8 |
| Darmstädter Bank . . . . | 207 | 189 | 80 | 80 | 30,5 | 23,1 |
| Berliner Handelsgesellschaft . | 230 | 219 | 80 | 80 | 24,8 | 21,3 |
| Nationalbank für Deutschland | 148 | 149 | 45 | 45 | 26,8 | 30,2 |
| | 1888 | 2071 | 505 | 580 | 208,8 | 255 |

Die Anlage im Reportgeschäft betrug Procent des tätigen Kapitals

| | 1896 | 1897 |
|---|---|---|
| Deutsche Bank . . . . . | 12,1 % | 14,0 % |
| Diskonto-Gesellschaft . . . . . | 6,4 „ | 7,6 „ |
| Dresdner Bank . . . . . | 9,5 „ | 11,9 „ |
| Darmstädter Bank . . . . . | 14,7 „ | 12,2 „ |
| Berliner Handelsgesellschaft . . . | 10,8 „ | 9,7 „ |
| Nationalbank für Deutschland . . | 18,1 „ | 20,3 „ |
| durchschnittlich | 11,9 % | 12,6 % |

Allerdings können vorstehende Zahlen als Umsätze im Reportgeschäft nur mit Vorbehalt genommen werden, da sie in den Bilanzen der Banken teilweise aufgeführt werden in einer eigentümlichen Verquickung mit dem Lombardgeschäft. Man kann von den Umsätzen, die die Bilanzen zeigen, überhaupt nicht allgemein einen Rückschluß auf die Tätigkeit der Banken während des ganzen Jahres machen. Denn jede Bank wünscht in ihrem Jahresbericht den Status so günstig als möglich darzustellen. Um dieses zu bewirken, giebt es eine ganze Reihe von Mitteln, so daß oft selbst der Fachmann ohne eine gründliche Prüfung der Bücher, die der Bilanz zu Grunde lagen, nicht klar sieht. Die ganzen Umsätze, die oben angeführt sind, können z. B. eigens zum Zwecke der Bilanz in der angegebenen Höhe erst Ende Dezember gemacht worden sein. Da ist es denn möglich, daß während

des ganzen Jahres das Reportgeschäft entweder in ganz geringem Umfange betrieben wurde, oder auch, daß die Anlagen im Reportgeschäft während des betreffenden Geschäftsjahres bedeutend höher waren. Selbst wenn solche Maßnahmen auch nicht getroffen wurden, so findet man doch in den meisten Jahresberichten das Bestreben, die klare Einsicht in Einzelheiten nach Möglichkeit zu verhindern. In unserem Falle sind teilweise die Umsätze im Reportgeschäft nicht glatt angegeben; es heißt z. B. bei einer der obigen Banken im Bericht von 1894 „Reports und Lombards 30,4 Millionen Mark". Man weiß, daß Darlehen auf Effektenpfand durchweg auf Konto-Korrent-Konto verbucht werden. Was ist also mit den „Lombards" gemeint? Sind es ebenfalls „Reports" oder nicht? Sind es Reports, so muß ein Grund vorhanden sein, weshalb man den Anschein erwecken will, als wenn nicht die ganzen 30,4 Millionen Mark im Reportgeschäft angelegt seien. Sind aber mit den „Lombards" keine „Reports" gemeint, so ist es Unrecht, den Aktionär im Zweifel darüber zu lassen, ob nun die Lombards oder die Reports überwiegen.

Daß der durchschnittliche Prozentsatz der Anlagen im Reportgeschäft in den Jahren 1896 und 1897 geringer ist als in den vorhergehenden Jahren, ist wohl nur zufällig, oder darauf zurückzuführen, daß infolge der Kapitalserhöhungen einzelner Banken das „tätige Kapital" zugenommen hat. Eine Einwirkung des neuen Börsengesetzes liegt nicht vor, da dasselbe erst am 1. Januar 1897 in Kraft getreten ist und das Jahr 1897 noch eine absolut und relativ größere Anlage im Reportgeschäft zeigt, als das Jahr 1896. Auffallend ist der verhältnißmäßig hohe Umsatz der Nationalbank für Deutschland im Reportgeschäft. Dieses erklärt sich daraus, daß die Nationalbank noch ein junges Institut ist und immer darauf gesehen hat, ihre Gelder möglichst liquide zu halten, während die großen Effektenbanken im Verlaufe einer langen Tätigkeit einen großen Teil ihrer Kapitalien festgelegt haben, so daß

sie für Geschäfte, bei denen es auf möglichst viel flüssiges Geld ankommt, nicht mehr oder noch weniger zur Verfügung haben als diese.

Aus den oben mitgeteilten Zahlen geht ohne Zweifel hervor, daß die Beteiligung der großen Effektenbanken am Reportgeschäft eine ganz enorme ist. Die Summen, die überhaupt an jedem Ultimo im Reportgeschäft umgesetzt werden, lassen sich wohl kaum genau angeben; die meisten Reportgeschäfte werden ohne Zweifel zwischen Hausse- und Baissepartei direkt abgeschlossen. Außer den angeführten Banken giebt es natürlich noch eine bedeutende Menge großer und kleiner Reporteure. Der enorme Umsatz, den aber bereits die Beteiligung der genannten sechs Berliner Banken zeigt, gestattet den Rückschluß, daß die Höhe der überhaupt im Reportgeschäft in jedem Monat umgesetzten Summen eine gewaltige ist.

## § 9. Die volkswirtschaftliche Natur des Reportgeschäftes.

Trotzdem das Reportgeschäft eine so große Bedeutung für die Effektenbörse und mittelbar für die gesamte Volkswirtschaft besitzt, hat es doch in der national-ökonomischen Litteratur bisher kaum irgend welche Beachtung gefunden. Es wird entweder überhaupt nicht oder nur ganz kurz und dann noch meist in falschem Zusammenhange erwähnt.

Von juristischen Schriftstellern ist das Reportgeschäft, seitdem es praktische Bedeutung erlangt hat, recht häufig in den Kreis ihrer Betrachtungen gezogen worden.

Von Johann Heinrich Bender (Der Verkehr mit Staatspapieren im In- und Auslande), angefangen bis in die Gegenwart, ziehen sich durch die juristischen Werke die widersprechendsten Erörterungen über das Wesen des Reportgeschäftes. In der verschiedenartigsten Weise versucht man

die juristische Natur des Reportgeschäftes zu erklären und dasselbe unter eine bereits bekannte juristische Form zu bringen. Die verschiedensten Theorien (Die Theorie der Nebenverträge, die Darlehns- und Pfandtheorien, die Zweikäufetheorien usw., vergl. Ludwig Kahn: Prolongation und Reportgeschäft in juristischer Konstruktion) stehen sich noch heute gegenüber und ist daher auch in der Rechtsprechung dementsprechend die Beurteilung von Rechtsfällen in ganz verschiedener Weise ausgefallen. (Vergl. Guillard: Les opérations de la bourse).

Auch für die volkswirtschaftliche Erklärung zeigt das Reportgeschäft große Schwierigkeiten. Diese ergeben sich größtenteils aus dem Widerspruche, der zwischen der äußeren Form und dem volkswirtschaftlichen Inhalte des Reportgeschäftes besteht.

Seiner Form nach setzt sich das Reportgeschäft zusammen aus zwei Kaufgeschäften entgegengesetzter Art. Viele gestehen daher dem Reportgeschäft nur den Charakter eines Kaufgeschäftes zu. Sie eifern (Guillard: Les opérations de la bourse) besonders gegen die Ansicht, daß das Reportgeschäft ein Kreditgeschäft sei in der Verkleidung eines Kaufgeschäftes. Kauf und Verkauf seien keine fingierten Operationen, sondern wirkliche Geschäftsabschlüsse, die auch die Konsequenzen des reinen und einfachen Kaufgeschäftes nach sich ziehen, der Report ist ihnen nicht ein Zins, sondern ein Gewinn, wie er bei jedem Handel üblich ist.

Hiergegen muß man bemerken, daß der Unterschied der beiden Geschäften zu Grunde liegenden Kurse bei Eingehung des Reportgeschäftes festgesetzt wird und keiner Steigerung mehr fähig ist, daß somit von einem Handel nicht die Rede sein kann. Ueberhaupt ist jene Erklärung des Reportgeschäftes rein oberflächlich und verkennt das Wesen des Reportgeschäftes völlig. Wieder andere verwechseln das Reportgeschäft mit dem spekulativen Effektengeschäft. Indessen fehlt dem Reportgeschäft zunächst jeder spekulative Charakter. An

dem Fallen oder Steigen der Kurse hat der Hereinnehmer direkt keinen Anteil, weder Verlust noch Gewinn. Für ihn kommt nur die Kreditfähigkeit des Hereingebers in Betracht, nur die Zahlungsunfähigkeit des letzteren kann ihm Schaden bringen. „Unter Effektengeschäft versteht man ein Geschäft, in welchem eine Person verfügbare Kapitalien in Wertpapieren (Aktien und Obligationen) anlegt." Dasselbe findet allerdings im Reportgeschäft statt, da der Hereinnehmer für die Dauer des Reportgeschäftes Besitzer der reportierten Effekten wird. Indessen ist diese Gemeinschaft mit dem Effektengeschäft rein äußerlicher Natur und nur die Konsequenz der juristischen Form des Reportgeschäftes. Das Risiko und die Vorteile, die mit dem Effektenbesitze verbunden sind, gehen, wie schon erwähnt, nicht auf ihn über. Wirtschaftlich kann er daher nicht als Effekteneigentümer angesehen werden und von einem Effektengeschäft kann somit nicht die Rede sein.

Ad. Wagner (Schöneberg's Handbuch der politischen Oekonomie I.) unterläßt es, auf das Wesen des Reportgeschäftes einzugehen und führt es auf als ein „Kredit-Mobiliergeschäft" mit Rücksicht darauf, daß das Reportgeschäft ein besonderer Erwerbszweig der Effektenbanken ist. Er übersieht hierbei die Hauptfunktion des Reportgeschäftes, die darin besteht, dem Spekulanten Geld und Effekten zu Reportzwecken zu besorgen, und legt das Hauptgewicht auf die nur sekundäre Funktion als Mittel zur Erzielung hoher Zinsgewinne. Das Reportgeschäft dient in erster Linie der Spekulation, erst in zweiter Linie den Reporteuren. Wagner betrachtet die Kredit-Mobiliergeschäfte als Kreditgeschäfte. (Ueber die Berechtigung hierzu gehen die Meinungen auseinander. Vergl. Sattler: Die Effektenbanken). Somit zählt nach Ad. Wagner das Reportgeschäft zu den Kreditgeschäften. Im Folgenden wird ebenfalls die Ansicht vertreten, daß das Reportgeschäft ein Kreditgeschäft ist. Der Begründung, die A. Wagner für diese Ansicht liefert, kann man sich jedoch nicht anschließen. W. nennt jede Kapitalanlage in zinsbringenden Wertpapieren

(Obligationen und Aktien) eine Kreditgewährung an den Anleiheschuldner (Staat, Gemeinde usw.) resp. an den Unternehmer (die Aktien-Gesellschaft). Konsequenterweise gehört daher auch das Reportgeschäft zu dieser Art von Kreditgeschäften (ebenso wie das Effektengeschäft und das Kredit-Mobiliergeschäft), da auch im Reportgeschäft eine Anlage in Effekten stattfindet. Es muß indessen bestritten werden, daß der Hereinnehmer der Effekten wirklich als momentaner Besitzer der Effekten und somit als Kreditgeber an den Anleiheschuldner im wirtschaftlichen Sinne betrachtet werden muß; denn tatsächlich gewährt nicht er dem Anleiheschuldner resp. der Aktien-Gesellschaft den Kredit, sondern der Hereingeber. An der wirtschaftlichen Lage des Anleiheschuldners hat er kein Interesse. Die Zahlungsunfähigkeit des Anleiheschuldners oder der Aktien-Gesellschaft bringt nicht ihm, sondern nur dem Hereingeber Verlust. Für ihn kommt nur die Zahlungsfähigkeit des Hereingebers in Betracht. Nicht der Hereinnehmer, sondern der Hereingeber muß auch für die Reportzeit wirtschaftlich sowohl als Besitzer der Effekten wie auch als Kreditgeber gegenüber dem Anleiheschuldner angesehen werden. Im juristischen Sinne ist allerdings der Hereinnehmer der vorübergehende Besitzer, wirtschaftlich wird für ihn aber diese Rolle illusorisch, weil mit Abmachung des Reports bereits der Vorteil, der für ihn aus dieser Rolle hervorgeht, festgesetzt ist, während alle Vorteile und Nachteile, (Fallen und Steigen der Kurse, Dividendenabschlag, Bankerott des Anleiheschuldners, Ausübung von Bezugsrechten usw.), die stets aus dem Besitze von Effekten erwachsen, nicht auf Rechnung des Hereinnehmers, sondern des Hereingebers gehen.

Aus der falschen Auffassung der wirtschaftlichen Stellung des Hereinnehmers lassen sich vielfach irrtümliche Ansichten über die Natur des Reportgeschäftes erklären. Für die volkswirtschaftliche Deutung des Reportgeschäftes kommt vor allem der wirtschaftliche Zweck in Betracht. Dieser besteht aber nicht darin, Effekten zur Anlage zu kaufen, oder Handel mit

ihnen zu treiben, vielmehr darin, dem Spekulanten fremdes Geld oder fremde Effekten zur Prolongation eines Termingeschäftes leihweise zu besorgen. Nur dieses direkte Verhältnis zwischen dem prolongierenden Spekulanten und seinem Reporteur ist zu berücksichtigen. Zwischen beiden findet eine Kreditgewährung statt. Der eine kreditiert dem anderen Geld zur vorübergehenden Benutzung und empfängt dagegen ebenfalls eine Kreditgewährung, Effekten zur bestmöglichen Verwertung. Daß zur Ausführung dieser Kreditvermittelung nicht die juristische Form des Darlehnsvertrages, sondern die eines Doppelkaufvertrages gewählt wird, darf uns nicht irre führen. „Auch wenn, wie es im Mittelalter zur Umgehung der kanonischen Zinsverbote öfter geschah, eine Geldsumme verkauft und gleichzeitig in etwas erhöhtem Betrage auf einen späteren Termin zurückgekauft wird, liegt ein Kreditgeschäft vor. Das Reportgeschäft ist also, vom Standpunkte des Hereinnehmers betrachtet, nichts anderes als wie der Verkauf einer Geldsumme unter gleichzeitigem Rückkauf des Geldes in etwas erhöhtem Betrage zu einem späteren Termine. Wenn diese Auffassung im ersten Momente etwas Befremdendes hat, so rührt es nur daher, weil der Geldentleiher nicht schlechthin das Geld empfängt, sondern seinerseits Effekten dagegen austauscht, und weil wir gewohnt sind, da, wo Geld und Ware einander gegenüberstehen, uns auf den Standpunkt des Warenbesitzers zu stellen. Demgemäß sprechen wir vom Reportgeschäft als von einem Verkauf von Effekten unter gleichzeitigem Rückkauf von Effekten." (Sattler: Die Effektenbanken, Seite 53). Es fragt sich nun, auf welche bereits vorhandene Art von Kreditgeschäften sich das Reportgeschäft zurückführen läßt.

Auf den ersten Blick zeigt das Reportgeschäft eine große Aehnlichkeit mit dem Lombardgeschäft. Lexis (Hdw. der Staatsw.) sagt daher im Anschlusse an die Abhandlung über das Lombardgeschäft: „Dem Lombarddarlehen verwandt ist das Reportgeschäft, welches angesehen werden kann als

ein von einer Börsenliquidation zur anderen gewährtes Darlehen auf Wertpapiere, für welche diese als Unterpfand dienen." Sattler nennt das Reportgeschäft geradezu ein „Effektenlombardgeschäft", und zwar sei es ein uneigentliches Lombardgeschäft, weil nicht die speciell lombardierten Stücke zurückgeliefert werden brauchen. In der Tat hat diese Vergleichung des Reportgeschäftes mit dem Lombardgeschäft, die sich bei erster Betrachtung Jedem aufdrängt, etwas Verlockendes, aber sie paßt nur auf einen Fall des Reportgeschäftes, nämlich für den Fall, daß ein à la hausse engagierter Spekulant (der also Geld nötig hat) mit einem Reporteur, dem es nur um die Erzielung eines hohen Gewinnes zu thun ist, ein Reportgeschäft abschließt. In diesem einzelnen Falle kann man allerdings wohl von einer Aehnlichkeit des Reportgeschäftes mit dem uneigentlichen Effektenlombard sprechen, aber man kann diese beiden Kreditgeschäfte unmöglich mit einander identifizieren. Die Vergleichung beider zeigt die großen Unterschiede, die zwischen ihnen bestehen. Das Faustpfand, welches man in dem vorliegenden Falle in den hereingegebenen Effekten erblicken will, muß als völlig ungenügend bezeichnet werden. Während im Effektenlombardgeschäft eine Beleihung der Wertpapiere durchweg nur bis zu 75 % ihres Wertes stattfindet, werden dieselben im Reportgeschäft bis zur vollen Höhe ihres Wertes belichen. Im Falle von Zahlungsunfähigkeit und gleichzeitigem Rückgang der Kurse kann der Lombarddarleiher sich an den Effekten, die er bedeutend unter ihrem Wert hereingenommen hat, schadlos halten, während der Reporteur sich direkt an den Spekulanten halten muß, da eine Veräußerung der Effekten ihm die ausgelegte Geldsumme nur zum Teil ersetzen würde. Während das Lombardgeschäft ein reines Realkreditgeschäft ist, spielt in das Reportgeschäft der persönliche Kredit hinein. Hier geschieht das Darlehen nicht auf Grund der hereingegebenen Effekten, sondern in erster Linie auf Grund des persönlichen Kredits, den der Hereingeber

genießt. Das Reportgeschäft verstößt hiermit gegen die Grundbegriffe des Lombardgeschäftes.

Bei der Vergleichung des Reportgeschäftes mit einem uneigentlichen Lombardgeschäft hat man immer nur den einer solchen Vergleichung günstigen Fall des Reportgeschäftes (Prolongation eines Hausseengagements) ins Auge gefaßt. Eine gewisse Aehnlichkeit besteht ohne Zweifel in diesem Falle zwischen dem Reportgeschäft und dem Lombardgeschäft, aber man darf dabei die großen Unterschiede nicht übersehen, durch die beide grundsätzlich getrennt sind.

Der Unterschied tritt noch schärfer hervor, wenn wir den entgegengesetzten Fall des Reportgeschäftes betrachten, in welchem der Baissespekulant sich von einem Effektenbesitzer die zur Prolongation nötigen Stücke besorgt und dagegen Geld hergiebt. Man kann hier nicht mehr von einem Lombardgeschäft sprechen oder man müßte, um einen künstlichen Vergleich herbeizuführen, den Begriff eines „Geld-Lombardgeschäftes" einführen.

Der Vergleich mit dem Lombardgeschäft gerät vollends in Verlegenheit, wenn die im Vorhergehenden betrachteten Fälle in einem einzigen Reportgeschäft vereint auftreten, wenn dasselbe also stattfindet zwischen zwei Schiebung suchenden Spekulanten. Der eine leiht Geld gegen Hingabe von Effekten, der andere leiht diese Effekten gegen Hergabe obiger Geldsumme. Dieselbe Geldsumme würde hier zweimal erscheinen: als Darlehen und als Pfand, ebenso die Effekten.

Man darf die Doppelseitigkeit des Reportgeschäftes nicht übersehen. Kommen im Reportgeschäft zwei Spekulanten, die in entgegengesetzter Richtung prolongieren wollen, zusammen, so ist das Reportgeschäft wirtschaftlich für den einen Spekulanten (Haussier) ein Gelddarlehen und für den anderen (Baissier) ein Effektendarlehen. Also in einem einzigen Geschäfte zwei Darlehnsverträge! Man muß daher das Reportgeschäft als einen Doppeldarlehnsvertrag bezeichnen. Anderseits kann das Reportgeschäft auch wieder nur die Natur eines einfachen

Darlehnsvertrages haben, wie in den beiden oben mitgeteilten Fällen, in denen der Baisse- und der Haussespekulant das Reportgeschäft mit einem Reporteur abschließen, dem es um die Erzielung eines hohen Zinsgewinnes zu thun ist. In diesen Fällen liegt wirtschaftlich nur ein einfaches Darlehen vor, welches der Spekulant vom Reporteur empfängt.

Das Reportgeschäft kann somit in drei wirtschaftlich verschiedenen Darlehnsformen auftreten: als einfaches Geld-darlehen, als einfaches Effektendarlehen, und in der Vereinigung beider als Doppeldarlehen von Geld und Effekten. Will man daher das Reportgeschäft unter den Begriff eines bereits bekannten Kreditgeschäftes bringen, so muß man eine solche Art von Kreditgeschäft wählen, die auf alle drei Kreditformen paßt, in denen das Reportgeschäft erscheint. Solches ist aber, wie der Versuch mit dem Begriff des Lombardgeschäftes gezeigt hat, nicht möglich. Es bleibt somit nichts anderes übrig, als dem Reportgeschäft eine neue eigene Form der Kreditgewährung zuzuerkennen und es den übrigen Arten des Kreditgeschäftes (z. B. Lombard, Anleihe, Wechsel, Hypothek usw.) als ein selbständiges Kreditgeschäft zur Seite zu stellen, ebenso wie bereits früher der Report als eine eigene Erscheinungsform des Zinses dem Diskont und Landeszinsfuß gleichgestellt wurde.

## § 10. Die wesentlichen Merkmale des Reportgeschäftes.

Das Reportgeschäft ist ein Prolongationsgeschäft von ganz besonderer Art. Es besitzt drei wesentliche Bestandteile:

1. Das Reportgeschäft hat den wirtschaftlichen Zweck, die Schiebung eines Börsentermingeschäftes zu bewirken. Diesen Zweck kann das Reportgeschäft auch mit anderen Prolongationsarten gemein haben. Aber nur dem Reportgeschäft eigentümlich sind die beiden folgenden Merkmale.

2. Das Reportgeschäft hat eine selbständige äußere Form, welche sich zusammensetzt aus zwei Kaufverträgen entgegengesetzter Richtung mit verschiedener Erfüllungszeit über dieselbe Quantität einer dem genus nach bestimmten Ware in Folge eines Entschlusses meist zu verschiedenen Preisen. (Ludwig Kahn: Prolongation und Reportgeschäft in juristischer Konstruktion).

3. Das Reportgeschäft ist seinem wirtschaftlichen Inhalte nach eine selbständige Form des Kreditgeschäftes, in welchem dem Spekulanten die zur Schiebung seiner Spekulation notwendigen Mittel zur Verfügung gestellt werden.

Dem Reportgeschäft eigentümlich ist der Widerspruch, der zwischen seiner äußeren Form und seinem wirtschaftlichen Inhalt besteht. Es interessiert die Frage, warum zur Prolongation der Termingeschäfte gerade die komplizierte Form des Reportgeschäftes gewählt und ausgebildet wurde. Lag es nicht viel näher, die am Ultimo notwendigen Geldsummen und Stücke sich auf dem Darlehnswege zu besorgen? Durch die ganzen Institutionen des Handels und besonders des Börsenhandels geht der charakteristische Zug, alle Einrichtungen, die dem Handel dienen, möglichst einfach zu gestalten. Es mußte somit ein zwingender Grund für die Spekulation vorliegen, zur Prolongation ihrer Termingeschäfte einen so verwickelten Vertrag zu benutzen, wie ihn das Reportgeschäft darstellt.

Um die Entwickelung der juristischen Form des Reportgeschäftes zu verstehen, muß man sich daran erinnern, daß zur Zeit der Entstehung des Termin- und Prolongationsgeschäftes in den meisten Ländern noch die kanonischen Zinsverbote bestanden. In Frankreich galt das Zinsverbot noch bis zur Revolution. Allerdings wurden die Verbote im Laufe des 18. Jahrhunderts nicht mehr so streng aufrechterhalten, wie im Mittelalter und noch zum Beginne der Neuzeit. Die Umgehungen der Zinsverbote waren gestattet und wurden sogar stellenweise rechtlich anerkannt. Die mittel-

alterlichen Einrichtungen des Rentenkaufes, des contractus trinus, der Montes usw. zeigen, wie sehr man sich schon damals an diese Umgehungen gewöhnt hatte. Auch war es vielfach üblich, daß Jemand, der für eine gewisse Zeit eine Summe Geldes geliehen hatte, dieselbe nach Ablauf dieser Zeit zu erhöhtem Betrage zurückzahlte. Es lag daher ganz in den Verhältnissen der Zeit, daß der Spekulant, der auf dem Wege des Darlehns die benötigten Gelder nicht erlangen konnte, sich dieselben dadurch verschaffte, daß er seine Effekten verkaufte und sie gleichzeitig zu erhöhtem Preise auf einen späteren Termin von dem Geldgeber zurückkaufte. In der zweiten Hälfte des 18. Jahrhunderts ging man fast allgemein mit der Abschaffung der kanonischen Zinsverbote vor. Für das Reportgeschäft blieb aber noch weiterhin die Notwendigkeit bestehen, die Form des Darlehnsvertrages zu vermeiden. Denn die gesetzlichen Bestimmungen über die Höhe des erlaubten Zinsfußes waren sehr streng. Durchweg war höchstens ein Zinssatz von 5 %, im Handel 6 % gestattet, höhere Zinsen zu nehmen, wurde als Wucher bestraft. Nun ist es bekannt, daß die Reportzinsen oft 20, 30—50 % erreichten, woraus man ersieht, daß die Spekulation alle Ursache hatte, das Reportgeschäft unter der juristischen Form des Kaufgeschäftes zu verbergen. Aber nicht immer ist es dem Reportgeschäft hierdurch gelungen, sich dem Richter zu entziehen. Guillard (Les opérations de la bourse) führt eine Reihe von Fällen an, in denen richterliche Entscheidungen die Reportgeschäfte als Kreditgeschäfte behandeln und Reportsätze, welche die gesetzliche Zinsgrenze überschreiten, als Wucher bezeichnen. Die seit dem Jahre 1880 in Deutschland gültige Wuchergesetzgebung findet auf das Reportgeschäft keine Anwendung.

## § 11. Reportgeschäft und Krisis.

An einer früheren Stelle wurde ausgeführt, daß das Reportgeschäft in erster Linie eine Erleichterung und Begünstigung der Spekulation bedeutet. So lange die Verhältnisse an der Börse normal sind und die Spekulation sich in vernünftigen Grenzen bewegt, werden die Wirkungen des Reportgeschäftes ebenso wie die der Spekulation von volkswirtschaftlichem Standpunkte nur als günstige bezeichnet werden können.

Wie aber wird sich das Reportgeschäft gestalten, wenn in Folge einer maßlosen Agiotage die Spekulation jede vernünftige Grenze überschritten hat? Die Antwort ergiebt sich aus dem Wesen des Reportgeschäftes und seiner eigentlichen Bestimmung. Das Reportgeschäft hat gegenüber der Spekulation, an die es gebunden ist, dieselbe Rolle wie der Diener, der seinem Herrn blindlings ergeben ist und ihm im Guten und Bösen folgt.

Wenn daher in Folge von maßloser Gewinnsucht die Spekulation entartet und zu einer Überspekulation wird, muß naturgemäß auch das Reportgeschäft in seinen Wirkungen verhängnisvoll werden. Zunächst begünstigt es die Kurstreibereien durch die Gewährung umfangreicher Kredite. Je größer die Zufuhr von Reportgeldern ist, desto mehr wird die Haussespekulation animiert werden. Die Haussiers werden immer größere Käufe abschließen, um von der Hausse zu profitieren. Dadurch werden die Kurse immer mehr gesteigert, bis schließlich, wenn die Kurse weit über vernünftige Grenzen hinausgeschossen sind, der Börse sich ein beklommenes Gefühl bemächtigt. Naturgemäß müßte jetzt sofort ein langsamer Rückgang der Kurse stattfinden. Indem aber mittels des Reportgeschäftes den Spekulanten Geld in Menge zur Verfügung gestellt wird, wird ein Fallen der Kurse künstlich hingehalten. Es finden keine Verkäufe statt. Jeder hält vermittels des Reportgeschäftes seine Vorräte zurück. Sind Kredite fällig, so sucht man sie mit neuen Opfern zu

prolongieren. Die Effekten, die an den Markt gebracht und angeboten werden, kauft man unter Aufbietung der letzten Kräfte an. Die Kreditverbindlichkeiten sind allmählich gewaltig angeschwollen, die Reportsätze zeigen ungewöhnlich hohe Sätze. Allmählich greift immer mehr die Ueberzeugung Platz, daß ein erneutes Steigen der Kurse nicht eintreten wird, und um so mehr schwindet die Möglichkeit, die mühsam aufgespeicherten Effekten mit Gewinn zu verkaufen. Endlich wenn der Spekulant seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen kann und um jeden Preis losschlagen muß, entsteht die sprungweise Baisse, die Katastrophe bricht mit furchtbarer Gewalt herein. Nunmehr ziehen sich die Reportgelder zurück, wodurch die Niederlage der Hausse noch verschlimmert wird. Das Feld gehört der Baissepartei, und in ihre Dienste tritt nun das Reportgeschäft, dadurch die Katastrophe nur noch verschärfend. Wenn, wie es heute an den meisten Börsen der Fall ist, die Reporteure sich aus einer gewissen Klasse von Börsenbesuchern zusammensetzen, wo also das Reportgeschäft sich in festen Händen befindet, werden in kritischen Zeiten obengeschilderte Gefahren nicht leicht eintreten können, weil es sich hier um erfahrene Reporteure handelt. Anders aber lagen die Verhältnisse zum Beginne der 70er Jahre an der Wiener Börse, speziell in den Jahren, die der Börsenkrisis von 1873 unmittelbar vorausgingen. Eine jedes vernünftige Maß überschreitende Agiotage hatte an der Börse Platz genommen; die ganze Bevölkerung beteiligte sich am Effektenspekulationsgeschäft. Eine Sucht, möglichst rasch und auf möglichst bequeme Weise reich zu werden, hatte Alle ergriffen. Das Reportgeschäft war damals an der Wiener Börse noch neu. In ihm erblickten die Meisten ein sicheres Mittel zur Erzielung ungewöhnlich hoher Zinsgewinne. Sie beteiligten sich entweder direkt am Börsenreportgeschäft, oder sie bedienten sich der Vermittelung eigens gegründeter Makler- und Reportbanken. Reportgelder flossen der Effektenbörse in gewaltigen Mengen zu und halfen dadurch die bereits

bestehende Agiotage noch verstärken, indem sie die Spekulationen der Haussiers begünstigten und erleichterten. Über den Umfang, den die Beteiligung am Reportgeschäft in weitesten Kreisen der Bevölkerung angenommen hatte, und seine Bedeutung für den Effektenmarkt jener Tage, berichtet Neuwirth in seiner interessanten Schrift (Die Spekulationskrisis von 1873). Die betreffende Schilderung wird nachfolgend mit seinen eigenen Worten wiedergegeben:

„Das Reportgeschäft war der wirksamste Helfershelfer der Überspekulation und ihr Ruin zugleich; er zum großen Teile ermöglichte die Fortdauer einer wahnwitzigen Agiotage, an der er sich zuerst vollsog, um sie im gegebenen Augenblicke im Stiche zu lassen und schließlich selber an ihr zu Grunde zu gehen. Für die alten Banken wie für die jungen Banken, ganz besonders für die sogenannten Maklerbanken bildete das Reportgeschäft das hervorragendste und lange genug auch das außerordentlich gewinnreiche Gebiet ihrer Tätigkeit. Zu horrenden Zinsen nahmen diese jungen Banken Geld auf und plazierten es in dem trotz solcher Zinsen noch immer profitablen Kostgeschäfte. Die Gelder, die vielen dieser Banken gegen Kassenscheine anvertraut waren, wurden gleicher Verwendung zugeführt. Effekten des zweifelhaftesten Kalibers, deren Notierung im Kurszettel meist nur eine nominelle war, wurden zu den höchsten Kursen oder wenig darunter für diese Gelder in Kost genommen. Bei nicht wenigen dieser Banken hatte sich die verschiedenen Spekulationszwecken dienende Praxis, die eigenen Aktien in Kost zu nehmen, in so ausgedehntem und immer steigendem Maße entwickelt, daß von einem eingezahlten Aktienkapital faktisch kaum mehr die Rede sein konnte, und die betreffenden Banken eigentlich fast ausschließlich mit dem Gelde ihrer Gläubiger arbeiteten.

Wie weit die Äste und Ausläufer dieses Zweiges der Börsenspekulation, und zu einem solchen hatte der Reportwucher sich herausgebildet, reichten, davon vermag man sich nicht leicht eine Vorstellung zu machen. Der kleinste Mann

vom Lande, der ehrliche Krämer, der unerfahrene Offizier, sie trugen, bombastischen Zeitungsannonzen folgend, ihre Gelder in die unzähligen Börsenkomptoirs, deren Inhaber mit diesen Geldern entweder spielten oder dieselben im lukrativen Kostgeschäfte verwendeten. Die guten Leute mochten oft gar nicht spielen, sie wollten nur hohe Zinsen machen, und diesem Drange folgend, verstärkten sie nicht unbeträchtlich das Kontingent Jener, die das Treiben direkt oder indirekt förderten. Bankiers und Bankhäuser, sie mochten an der Spitze des Gründertreibens oder demselben mißtrauisch gegenüberstehen, kultivierten den Reportwucher als hervorragendstes Bankgeschäft und plazierten ihre disponiblen Millionen in solcher Weise an der Börse selbst dann, wenn sie sich von der unmittelbaren Agiotage fernhielten. Jene unter ihnen, welche mit Millionen operierend, den Gründungsreigen anführten, hantierten als Reportwucherer oft so meisterlich, daß sie, je nachdem sie die Schnur bald stärker, bald schwächer anzogen, an dem einen Tage Geldnot, an dem anderen Geldüberfluß zu erzeugen vermochten, je nachdem es ihrer Habsucht im Momente gerade paßte. Auch die großen Eisenbahn-Gesellschaften führten im Wege des Kostgeschäftes ihre disponiblen Mittel der Börse zu; ihre Gelder zeitweilig bei einer Bank anzulegen oder sie im Eskompte zu plazieren, das konvenierte den Leitungen der Eisenbahnen nicht mehr, sie zogen es vor, mitunter auch zweifelhafte Werte in Kost zu nehmen und beteiligten sich auf solche Weise indirekt gleichfalls an der großen spekulativen Bewegung. (Die Kaiser-Ferdinands-Nordbahn fand sich gegen Mitte Mai 1873 im Besitze von notleidenden Effekten im Werte von ö. fl. 800 000, die sie von einem später in Stockung geratenen Spekulanten in Kost genommen hatte. Der Verwaltungsrat der Kaiserin-Elisabeth-Westbahn hatte den Mut, der am 31. Mai 1873 stattfindenden General-Versammlung der Aktionäre die Eröffnung zu machen, daß im Börsendeportgeschäft ein Betrag von 3,4 Millionen österreichischer Gulden angelegt sei. Auch

Versicherungs-Gesellschaften kultivierten das Reportgeschäft. Der „Anker" unterhielt bei einem wirklich eingezahlten Kapital von fl. 300 000 ein Kostgeschäft an der Börse im Belaufe von $2^1/_2$ Millionen Gulden. Die Bilanz dieser Gesellschaft führte im Juni 1873 unter den Aktiven nicht weniger als 500 Stück Aktien der „italienisch-österreichischen Bank" auf, an welchen in Folge der Krisis 600 000 Gulden verloren waren. Außerdem besaß diese Versicherungs-Gesellschaft 2800 Stück Aktien der Realkreditbank, an welchen ein Kursverlust von ungefähr 200 000 Gulden haftete.

Viele vernachlässigten nicht blos ihre diversen Industrieen, sondern entzogen diesen geradezu die erforderlichen Barmittel, um sie dem Kostgeschäft an der Börse zuzuführen. Ja, es kam nicht selten vor, daß sie ihren früher im Wege der industriellen Arbeit erworbenen großen Kredit dazu benutzten, um Kapitalien selbst von außen her an sich zu ziehen, die sie dann im Reportwucher verwendeten. Von solcher Art war beispielsweise die Provenienz jener Millionen, über die ein bekannter vielbeschäftigter Sensal der Wiener Börse permanent verfügte; er war einer der Vermittler, durch welche jene großen Firmen, jene ersten Industriellen des Landes an der Börse operierten. Daß — unglaublich und doch wahr — selbst manche der reichen geistlichen Stifte im Lande es nicht verschmähten, einen Teil der Güter der „toten Hand" zeitweilig für Zwecke des Börsenreports zu mobilisieren, daß die Religion selbst indirekt das moderne Börsentreiben fördern half, das mag als charakteristisch und auch in anderer Beziehung als lehrreich nicht unerwähnt bleiben."

Besondere Beachtung verdienen die sogenannten Maklerbanken. Die erste dieser Maklerbanken, die „Wiener Maklerbank", wurde in den Tagen des Januar 1872 mit einem Kapital von 4 Millionen Gulden gegründet. Sie sollte sich auf die Pflege des Reportgeschäftes beschränken. Jede andere Gattung von Börsengeschäften sollte aus dem Wirkungskreise der Bank ausgeschlossen sein. Bald folgten neue

Maklerbanken, man gründete die „Börsenbank", die „Börsen- und Kreditbank" usw. Kaum eine einzige dieser Banken hat die Krisis von 1873 überstanden. Sie nahmen Effekten in Kost in Beträgen, die ihr Aktienkapital oft um das Zehnfache überstiegen. Um möglichst hohen Report zu bekommen, nahmen diese Banken mit Vorliebe die unsichersten Effekten in Kost, denen der Stempel des Schwindels aufgedrückt war. Sobald nun die Krisis eintrat, waren es gerade diese Banken, die zuerst fallierten. Ihre Bilanzen gewährten einen Einblick in den grauenhaften Börsenschwindel jener Tage. Neben einem Konto der Debitoren von 7 563 875 Gulden war die Wiener Maklerbank noch mit 7 621 312 Gulden im Kostgeschäft engagiert, nachdem bereits beträchtliche Abstriche vorgenommen waren. Trotzdem von allen Seiten gewaltige Geldsummen dem Effektenmarkte zuströmten, waren doch immer Reportgelder gesucht. Ein Reportzinsfuß von 50 bis 60 % gehörte an der Wiener Börse keineswegs zu den Seltenheiten. Als durchschnittlicher Zinsfuß dürften 16 bis 24 % anzunehmen sein. Das Gros der kleinen Kostnehmer nahm von den Banken gegen besseres Depot Geld zu 10—12 %, um damit an der Börse gegen minder gutes Depot 16 – 24 % zu verdienen. Indes bewilligten oft Banken einen darüber weit hinausragenden Zinssatz. Eine der seither fallit gewordenen Maklerbanken entlehnte sogar am 2. Januar 1873, an welchem Koupons einzulösen waren, von einem hervorragenden Kostnehmer gegen stündliche Kündigung Geld zu 36 %. Die Aktien dieser Bank notierten gleichzeitig im Kurszettel mit sehr hohem Agio. (Neuwirth).

Fieberhafte Sucht nach leichtem Gewinn, Schwindel und Betrug waren die Grundzüge dieses Börsentreibens. Selten hat die Börsenspekulation so weite Kreise der Bevölkerung in ihren Bereich gezogen wie damals. Die fortwährend aus der Tasche des Privatpublikums der Börse zufließenden Gelder bildeten für die Spekulation immer wieder einen neuen Anreiz. Schon lange hatten die Kurse ihren inneren

Wert überschritten, als sie endlich zum Stillstehen kamen. Das stete Angebot von Reportgeldern hielt den Ausbruch der Krisis noch lange hin. Daher sagt Neuwirth: Eine nicht geringe Rolle unter den Faktoren, die eine Verzögerung der Krisis herbeiführten, spielte die kurz nach der Dezember-Baisse, ungefähr Mitte Januar 1873 eingetretene Reduktion der Reportsätze. Dieselben betrugen am 16. Januar 5—8 %. Durch diese günstigen Reportverhältnisse ließen sich die Emissionshäuser und Gründer täuschen, sie fuhren in ihrer Tätigkeit fort, bemerkten aber nicht, daß der bessere Teil des Privatpublikums sich bereits zurückgezogen hatte und daß der Krach vor der Tür stand. Bezeichnend ist, daß der äußere Anstoß zum Ausbruch der Krisis ausging von einem schwindelhaften Emissionsmanöver der „Report- und Kreditbank".

Die Krisis beginnt Ende April 1873. Die Kostnehmer werden mißtrauisch und das Kostgeschäft fängt an zu stocken. Die Emissionshäuser weigern sich, die von ihnen emittierten Papiere in Kost zu nehmen. Der Schrecken an der Börse vermehrt sich, eine Panik entsteht, und am 9. Mai bricht die Katastrophe aus. Mit künstlichen Mitteln versuchte man noch, die Kurse zu halten. Ein Liquidationskurs sollte festgesetzt werden, zu dem Effekten in Kost genommen werden sollten, aber es fanden sich keine Kostnehmer. Ein fonds perdu wurde verlangt, der von der Nationalbank und der Regierung gebildet und aus dem billiges Geld an die Spekulation gegeben werden sollte. Aber der Sturz war nicht mehr aufzuhalten. Eine Zeit lang lag das Reportgeschäft völlig brach, weil sich kein Geldgeber mehr fand. Erst durch die Baissepartei wurde das Börsengeschäft wiederhergestellt.

---

Aus dem Berichte Neuwirth's über die Krisis vom Jahre 1873 geht hervor, daß mit dem Spekulationsgeschäft sowohl wie mit dem damals in Wien noch neuen Reportgeschäft ein großer Mißbrauch getrieben worden ist. Die

Krisis ist nur aus dem Grunde so verheerend aufgetreten, weil das Privatpublikum in zu großem Maße an dem Börsentreiben beteiligt war. Die Vorgänge an der Wiener Börse im Jahre 1873 würden sich unter heutigen Verhältnissen nicht wiederholen, weil das Reportgeschäft heute in den Händen verhältnismäßig weniger Interessenten, die durchweg ständige Börsenbesucher sind, sich befindet, während das Privat-Publikum heute von der Existenz des Reportgeschäftes kaum eine Ahnung hat und noch weniger daran denkt, sich mit seinen verfügbaren Geldern an ihm zu beteiligen. Es ist nicht zu leugnen, daß das Reportgeschäft beim Wiener Börsenkrach eine große Rolle gespielt hat. Es wäre jedoch nicht richtig, wenn man das Reportgeschäft für jene Krisis verantwortlich machen wollte. Die Gründe der Krisis sind vielmehr in der unvernünftigen Agiotage und der Emissionswut jener Zeit zu erblicken. Die verderblichen Wirkungen des Reportgeschäftes während des Wiener Börsenkrachs lassen sich nur daraus erklären, daß es gemißbraucht worden ist. Damit ist jedoch kein Grund gegeben, das Reportgeschäft zu verurteilen und seine Beseitigung zu verlangen. Das wäre ebenso töricht, als wenn man den Gebrauch von giftigen Arzneien verbieten wollte, weil durch einen Mißbrauch derselben unter Umständen der Tod eines Menschen herbeigeführt werden kann. Ein gesetzliches Verbot des Reportgeschäftes besteht auch nirgendwo. Ohne Zweifel würde ein Verbot des Reportgeschäftes zunächst die Folge haben, daß schwache Spekulanten, die für den Fall, daß sie mit ihren Ultimo-Spekulationen nicht reüssiert haben, sich auf das Reportgeschäft verlassen, ihre Spekulationen erheblich einschränken müßten. Anderseits muß man jedoch annehmen, daß die Börse auf das Prolongationsgeschäft nicht verzichten und zur Umgehung des Reportverbotes eine neue Prolongations-Metode etwa im Sinne der amerikanischen Prolongationen einrichten würde, so wie sie früher die kanonischen Zinsverbote durch das Reportgeschäft umgangen hat.